Heinrich Schimmöller

# KAPITALMARKTSTRUKTUREN IM INTERNATIONALEN VERGLEICH

**Eine Marktanalyse in Verbindung mit einem Ansatz zur Bestimmung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes**

1974

# KAPITALMARKTSTRUKTUREN IM INTERNATIONALEN VERGLEICH

Eine Marktanalyse in Verbindung mit einem Ansatz zur Bestimmung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes

Inaugural - Dissertation
zur Erlangung des akademischen Grades
eines Doktors der Wirtschaftswissenschaft
durch den
Fachbereich Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
der Westfälischen Wilhelms-Universität
zu Münster

vorgelegt von
Heinrich Schimmöller
Osnabrück
1974

UNIV.
LEIDEN
BIBL.

Erster Berichterstatter: Prof. Dr. Mülhaupt
Zweiter Berichterstatter: Prof. Dr. Seidenfus
Dekan: Prof. Dr. Adam
Tag der mündlichen Prüfung: 1o. Juli 1974

# INHALTSVERZEICHNIS


| | Seite |
|---|---|
| Verzeichnis der Abbildungen im Text | V |
| Verzeichnis der Tabellen im Text | VII |
| Abkürzungsverzeichnis | IX |
| 1. Teil: Einführung | 1 |
| I. Problemstellung und Gang der Untersuchung | 1 |
| II. Die Einordnung des Kapitalmarktes in das System des Finanzmarktes | 5 |
| III. Der Begriff der Kapitalmarktstruktur | 11 |
| IV. Methodische Probleme | 14 |
| 2. Teil: Empirische Analyse der strukturellen Entwicklung der Kapitalmärkte in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika unter besonderer Berücksichtigung der Bestimmungsfaktoren | 17 |
| I. Die Struktur des Kapitalangebots in den einzelnen Ländern nach Wirtschaftssektoren | 17 |
| 1. Die Ersparnisbildung nach Wirtschaftssektoren im Überblick | 17 |
| 2. Das Kapitalangebot der privaten Haushalte | 24 |
| a. Die Bestimmungsgründe für das Sparen der privaten Haushalte | 24 |
| b. Die Formen der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte | 27 |
| aa. Das Kontensparen | 29 |
| bb. Das Wertpapiersparen | 33 |
| cc. Das Sparen bei Lebensversicherungen und Pensionsfonds | 38 |
| 3. Das Kapitalangebot der Sozialversicherungen und der Pensionsfonds | 45 |

Seite

a. Die Bedeutung der Sozialversicherung und der Pensionsfonds für die Kapitalbildung und ihre Wirkungen auf das Kapitalangebot 46

b. Die Bestimmungsfaktoren für die Anlagepolitik der Sozialversicherungen und Pensionsfonds 54

aa. Kapitalanlagevorschriften und Deckungsverfahren 54

bb. Vermögensbildung und Anlagepolitik aufgrund unterschiedlicher nationaler Sozialversicherungssysteme 57

4. Das Kapitalangebot der Unternehmungen 6o

a. Die mit der Wertpapieranlage von Unternehmungen verfolgten Zielsetzungen 6o

b. Die Bedeutung der Unternehmungen als Wertpapierkäufer 62

5. Das Kapitalangebot der Banken 64

a. Die Problematik der Transformation von Einlagen der Banken in Wertpapiere 64

b. Analyse der Bestimmungsfaktoren für die Wertpapieranlage 67

c. Die Bedeutung der Wertpapieranlage für die bankbetrieblichen Zielsetzungen 68

d. Die Bedeutung der Banken als Wertpapierkäufer 73

6. Das Kapitalangebot der Investmentgesellschaften 86

a. Die Sonderstellung der Investmentgesellschaften 86

b. Die Anlagepolitik der Investmentgesellschaften 89

c. Die Bedeutung der Investmentgesellschaften als Wertpapierkäufer 91

II. Die Struktur der Kapitalnachfrage in den einzelnen Ländern nach Wirtschaftssektoren 98

1. Die Inanspruchnahme der Kapitalmärkte durch Wertpapieremissionen im Überblick 98

2. Die Kapitalnachfrage der Unternehmungen 1o4

Seite

a. Die Entwicklung der Selbstfinanzierung 1o4

b. Die Kapitalnachfrage am Kapitalmarkt 1o8

Exkurs: Die Nachfrage der Unternehmungen nach Bankkrediten 115

3. Die Kapitalnachfrage der öffentlichen Hand 121

a. Die Finanzierungsbedürfnisse der öffentlichen Hand und die Problematik ihrer Kapitalmarktverschuldung 121

b. Die öffentliche Kapitalnachfrage auf bevorzugten Teilmärkten 124

4. Die Kapitalnachfrage der Banken 131

5. Die Kapitalnachfrage des Auslandes 139

a. Die Determinanten für die Emission von Auslandsanleihen 139

b. Die Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs 141

c. Die Beanspruchung der nationalen Kapitalmärkte durch ausländische Emittenten 144

III. Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Kapitalmarktstruktur der untersuchten Länder im Überblick 148

3. Teil: Die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika 152

I. Zum Problem einer Definition der "Funktionsfähigkeit" 153

1. Ansätze zur Klärung des Begriffs "Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes" 153

2. Der Begriff "Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes" in Anlehnung an wettbewerbstheoretische Zielsetzungen der "workable-competition" Theorie 158

II. Die Messung der Funktionsfähigkeit der nationalen Kapitalmärkte 17o

1. Kriterien zur Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes 17o

Seite

a. Marktstrukturkriterien 17o

aa. Die Unterschiede in den Banksystemen in Europa und in den Vereinigten Staaten von Amerika 171

bb. Der Umfang des Wertpapierhandels an den Zirkulationsmärkten in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten 178

cc. Die Publizität als Ausdruck der Markttransparenz 183

b. Marktverhaltenskriterien 187

aa. Die staatlichen Interventionen in den Marktprozeß 188

bb. Das Verhalten der öffentlichen Hand als Kapitalnachfrager in seinen Auswirkungen auf das Marktgleichgewicht 193

cc. Das Marktverhalten der institutionellen Anleger 196

c. Marktergebniskriterien 199

aa. Das Emissionsvolumen des organisierten Kapitalmarktes 2oo

bb. Die Höhe des Kapitalmarktzinses 2o3

cc. Die Stabilität des Kapitalmarktes 2o9

dd. Die Höhe der Transformationskosten 214

2. Die Probleme der Messung der Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes mit Hilfe der Marktergebnis-, Marktstruktur- und Marktverhaltenskriterien 216

a. Die Objektivität der Kriterien 217

b. Die Problematik der isolierten Anwendung einzelner Marktkriterien 219

c. Der Einfluß eines einzelnen Kriteriums auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes 224

Schlußbetrachtung 227

Literaturverzeichnis 236

Verzeichnis der Tabellen im Anhang 27o

Versicherung 285

# VERZEICHNIS DER ABBILDUNGEN IM TEXT


| | | Seite |
|---|---|---|
| Abb. I: | Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis nach Wirtschaftssektoren in der BRD, der Schweiz und in den Vereinigten Staaten von 1960-1969 in v.H. | 18 |
| Abb. II: | Die Sparquoten in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1960-1969 | 22 |
| Abb. III: | Die Spareinlagen pro Kopf der Bevölkerung in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten 1961, 1966, 1971 in US-$ | 31 |
| Abb. IV: | Der durchschnittliche Anteil der privaten Haushalte am gesamten Wertpapiererwerb in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika von 1960-1970 | 36 |
| Abb. V: | Die durchschnittlichen Marktanteile der Sektoren am Wertpapiererwerb in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika von 1960-1970 | 76 |
| Abb. VI: | Der Wertpapiererwerb der Banken in den Vereinigten Staaten, der Schweiz und der BRD von 1960-1970 in Mrd. der Landeswährung | 8o |
| Abb. VII: | Die Wertpapieranlage der Investmentgesellschaften in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika von 1967-1970 in Mrd. der Landeswährung | 92 |
| Abb. VIII: | Die Aufschlüsselung der Wertpapieranlagen der Investmentgesellschaften in der BRD, der Schweiz und in den Vereinigten Staaten von Amerika von 1967-1969 in Mrd. der Landeswährung | 94 |
| Abb. IX: | Die durchschnittlichen Marktanteile der Emittentengruppen am Nettoabsatz von Wertpapieren in den einzelnen Ländern von 1960-1970 (in v.H.) | 99 |
| Abb. X: | Die durchschnittlichen Marktanteile der Emittentengruppen am Nettoabsatz festverzinslicher Wertpapiere in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1960-1970 in v.H. | 1oo |

Seite

Abb. XI: Der Nettoabsatz von Wertpapieren nach Emittentengruppen in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1960-1970 in Mrd. der Landeswährung 1o2

Abb. XII: Die Selbstfinanzierung i.w.S. der Unternehmungen in der BRD, der Schweiz und in den Vereinigten Staaten von Amerika von 1960-1969 in Mrd. der Landeswährung 1o7

Abb. XIII: Die Finanzierung der Unternehmungen in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika mittels Marktkapital und Bankkredite von 1962-1971 in v.H. der insgesamt aufgebrachten Mittel 116

Abb. XIV: Kapitalmarktzins und Nettoabsatz von Bankschuldverschreibungen in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1960-1970 135

Abb. XV: Der durchschnittliche jährliche Marktanteil ausländischer Emittenten am gesamten Nettoabsatz von Anleihen in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1960-1970 (in v.H.) 147

Abb. XVI: Die Entwicklung der "Long-Term Interest Rates" in der Schweiz, der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika 196o-197o 2o8

# VERZEICHNIS DER TABELLEN IM TEXT


| | | Seite |
|---|---|---|
| Tab. I: | Das verfügbare Einkommen, die Ersparnisse und die Sparquote der privaten Haushalte in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten in Mrd. der Landeswährung und in v.H. von 1960-1969 | 20 |
| Tab. II: | Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika nach Sparformen 1950-1969 (in v.H. Jahresdurchschnitte) | 28 |
| Tab. III: | Die Anteile der privaten Haushalte in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika am gesamten Wertpapiererwerb (1960-1970) | 36 |
| Tab. IV: | Der Anteil des Versicherungssparens an der gesamten Nettoersparnis in der BRD, der Schweiz und in den Vereinigten Staaten 1960-1968 in v.H. | 39 |
| Tab. V: | Der Anteil des Versicherungssparens an der Gesamtersparnis der privaten Haushalte in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten 1960-1968 in v.H. | 40 |
| Tab. VI: | Die Anlagen der Lebensversicherungsgesellschaften in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten im Jahre 1971 in v.H. | 42 |
| Tab. VII: | Die gesetzliche Alterssicherung und die Zusatzversorgung im privaten und öffentlichen Bereich in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1961-1968 in Mrd. der Landeswährung | 48 |
| Tab. VIII: | Die Wertpapieranlagen der Banken in der BRD, der Schweiz und in den Vereinigten Staaten von Amerika von 1958-1966 in v.H. der werbenden Aktiva | 75 |
| Tab. IX: | Die Aktienanlagen institutioneller Anleger in den Vereinigten Staaten von Amerika Ende 1968 | 83 |

| | | Seite |
|---|---|---|
| Tab. X: | Die jährliche Zunahme des Wertpapierbestandes der Schweizer Kreditinstitute von 1960-1969 | 85 |
| Tab. XI: | Die externen Finanzierungsmittel der privaten Unternehmungen in den Vereinigten Staaten von Amerika von 1962-1971 in Mrd. der Landeswährung | 11o |
| Tab. XII: | Die externen Finanzierungsmittel der privaten Unternehmungen in der BRD von 1962-1971 in Mrd. der Landeswährung | 111 |
| Tab. XIII: | Die Aktienemissionen in den Vereinigten Staaten von Amerika von 1966-1970 in Mio. der Landeswährung | 112 |
| Tab. XIV: | Die Finanzstruktur der Unternehmungen in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika im Jahresdurchschnitt 1962-1971 | 119 |
| Tab. XV: | Die Wertpapieremissionen in der Schweiz, der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika in v.H. des Bruttosozialproduktes zu Marktpreisen von 1960-1969 | 2o2 |

# ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

| | |
|---|---|
| a.a.O. | am angegebenen Ort |
| ABA | American Bankers Association |
| Abb. | Abbildung |
| Abs. | Absatz |
| AISEC | Association Internationale des Etubiants en Sciences Economiques et Commerciales |
| AktG | Aktiengesetz vom 6.9.1965 (BGBl. I, S. 1089) |
| Art. | Artikel |
| Aufl. | Auflage |
| Bd. | Band |
| bearb. | bearbeitete (Auflage) |
| BGBl. | Bundesgesetzblatt |
| bzw. | beziehungsweise |
| d.h. | das heißt |
| Diss. | Dissertation |
| durchges. | durchgesehene (Auflage) |
| ed. | editor |
| EFTA | European Free Trade Association |
| erw. | erweiterte (Auflage) |
| etc. | et cetera |
| e.V. | eingetragener Verein |
| EWG | Europäische Wirtschaftsgemeinschaft |
| f. | folgende Seite |
| ff. | folgende Seiten |
| Fr. | Franc (Schweizer) |
| H. | Heft |
| Hrsg. | Herausgeber |
| HBG | Hypothekenbankgesetz vom 13.7.1899 (RGBl. I, S. 375) in der Fassung vom 5.2.1963 |
| i.d.R. | in der Regel |
| i.e.S. | im engeren Sinne |
| IFO | Institut für Wirtschaftsforschung München |
| i.w.S. | im weiteren Sinne |
| Jg. | Jahrgang |

| | |
|---|---|
| KAGG | Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften |
| KWG | Gesetz über das Kreditwesen vom 10.7.1961 (BGBl. I, S. 881) |
| Mio. | Millionen |
| Mrd, | Milliarden |
| neubearb. | neubearbeitete (Auflage) |
| N.F. | neue Folge |
| Nr./No. | Nummer |
| NYSE | New York Stock Exchange |
| OECD/OCDE | Organisation for Economic Co-operation and Development |
| o.J. | ohne Jahresangabe |
| o.O. | ohne Ortsangabe |
| o.V. | ohne Verfasserangabe |
| RGBl. | Reichsgesetzblatt |
| S. | Seite |
| sog. | sogenannt |
| Sp. | Spalte |
| SpkVO | Sparkassenverordnung für das Land Nordrhein-Westfalen vom 1. September 1970 (GV NW S. 692/SGV NW 764) |
| u.a. | unter anderem |
| unveränd. | unveränderte (Auflage) |
| U.S. | United States |
| usw. | und so weiter |
| VAG | Gesetz über die Beaufsichtigung der privaten Versicherungsunternehmen und Bausparkassen vom 6.6.1931 (RGBl. I, S. 315) |
| verb. | verbesserte (Auflage) |
| vgl. | vergleiche |
| Vol. | Volume |
| v.H. | von Hundert |
| Wisu | Das Wirtschaftsstudium |
| WPg | Wirtschaftsprüfung |
| z.B. | zum Beispiel |
| ZfgK | Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen |
| ZfhF | Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung |
| Ziff. | Ziffer |
| z.T. | zum Teil |

# E R S T E R  T E I L

## I. Problemstellung und Gang der Untersuchung

Im Zeichen zunehmender Verflechtung der nationalen Güter- und Arbeitsmärkte werden die Probleme einer internationalen Kapitalmarkt-Integration[1] immer häufiger diskutiert. Denn der Integration der Güter- und Arbeitsmärkte muß notwendigerweise die Verflechtung der Kapitalmärkte und die Entwicklung eines leistungsfähigen internationalen Finanzierungssystems folgen. Zwar wird die Integration der Kapitalmärkte seit langem gefordert; auch hat die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs zweifellos gewisse Fortschritte gemacht, doch stehen diesen Integrationsbestrebungen gerade in der letzten Zeit Maßnahmen gegenüber, die erneut auf eine stärkere Abgrenzung der nationalen Kapitalmärkte hindeuten. Beispielhaft seien die unter dem Einfluß starken Zahlungsbilanzungleichgewichts in einigen Ländern erlassenen Sondersteuern genannt, die entweder den ausländischen Schuldner oder den ausländischen Anleger treffen und damit die Kapitalbewegungen über die Grenzen hinweg hemmen. Es muß deshalb den Ursachen nachgegangen werden, die derartige integrationshemmende Maßnahmen ausgelöst haben.

---

1 Damit ist sowohl ein europäisches System integrierter Kapitalmärkte als auch die Verwirklichung eines atlantischen Kapitalmarktes angesprochen. Vgl. K. Richebächer, The Problems and Prospects of Integrating European Capital Markets. "Journal of Money Credit and Banking", Aug. 1969, Vol. I, S. 337 f.; Cl. Segré, The Future of the European Capital Market. "The European Capital Market", Federal Trust Report, Special Series No. 2 (1967), London, S. 51 ff.; P.B. Kenen, Towards an Atlantic Capital Market. "Lloyds Bank Review", New York, May 1963, S. 15 ff.; Segré-Bericht, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarktes. Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, Brüssel 1966.

Die Hauptursache für diese Desintegrationstendenzen sind die strukturellen Mängel im Ausgleich von Angebot und Nachfrage sowie die Strukturunterschiede zwischen den einzelnen Kapitalmärkten. Das besondere Interesse der Arbeit gilt daher der Struktur und Funktionsweise der Kapitalmärkte, über die bisher in der Literatur nur unzureichende Aussagen gemacht wurden[1]. Zwar befassen sich zahlreiche Untersuchungen mit Kapitalmarktproblemen; es fehlen jedoch vergleichende Darstellungen der Kapitalmarktstrukturen der einzelnen Staaten ebenso wie Untersuchungen über die Faktoren, welche diese Strukturen und darüber hinaus die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes bestimmen. Die Realisierung eines Systems funktionierender integrierter Kapitalmärkte setzt aber diese Kenntnisse voraus. Ziel dieser Arbeit ist es daher, die Strukturen einzelner, nationaler Kapitalmärkte zu analysieren und deren Unterschiede herauszuarbeiten. Außerdem soll der Versuch unternommen werden, dem Einfluß der Struktur und der sonstigen Faktoren auf die Funktionsfähigkeit der einzelnen Kapitalmärkte nachzugehen.

Die Strukturuntersuchung beschränkt sich auf die Kapitalmärkte der Bundesrepublik Deutschland, der Schweiz und der Vereinigten Staaten von Amerika. Für die Auswahl dieser nationalen Kapitalmärkte waren zwei Gesichtspunkte bestimmend. Einmal handelt

---

1 Vgl. K. Richebächer, Strukturelle Schwächen der europäischen Kapitalmärkte. "Bank-Betrieb", 7. Jg. (1967), S. 71 ff.; M. Iklé, Die Struktur der westeuropäischen Geld- und Kapitalmärkte und ihre Entwicklung im Spannungsfeld USA-Europa. "Außenwirtschaft", 26. Jg. (1971), Zürich, S. 157 ff.; Sparkassenvereinigung der Europäischen Gemeinschaften, Bericht 1967/68, Brüssel, S. 113; o.V., Die Struktur der nationalen Kapitalmärkte. "Bank-Betrieb", 7. Jg. (1967), S. 323 f.; International Monetary Fund, Annual Report 1967, Washington D.C., S. 35 ff.; K. Völk, Bedeutung und internationale Verflechtungen des schweizerischen Kapitalmarktes. "Wirtschaftsdienst", 1967/I, S. 39.

es sich um Märkte von großer nationaler und internationaler Bedeutung, und zum anderen wurden gerade in diesen bisher weitgehend freien Kapitalmärkten zunehmend Integrationshemmnisse errichtet.

Um Aussagen darüber machen zu können, inwieweit funktionsfähige Kapitalmärkte vorliegen, mußte vor allem der Begriff "Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes" geklärt werden. In zahlreichen Beiträgen zu kapitalmarktpolitischen Problemen ist zwar von der Funktionsfähigkeit die Rede, es fehlen jedoch Aussagen darüber, wie diese zu definieren und zu bestimmen ist. Entsprechend der jeweiligen Aufnahmefähigkeit wird der Kapitalmarkt eines Landes von den Autoren als funktionsfähig oder funktionsunfähig beurteilt, was dazu führt, daß man sich ohne nähere Analyse mit einem Gesamteindruck zufrieden gibt. Eine solch oberflächliche Beurteilung reicht jedoch nicht aus, um im Rahmen internationaler Kapitalmarktanalysen Aussagen über die Funktionsfähigkeit machen zu können. Da die kritische Darlegung eines Sachverhalts Beurteilungsmaßstäbe voraussetzt, ist es erforderlich, Maßstäbe zu entwickeln, die es ermöglichen, die Kapitalmärkte in den einzelnen Ländern auf den Grad ihrer Funktionsfähigkeit hin zu beurteilen.

Dazu sollen die bisher in der Literatur genannten Kriterien für die Funktionsfähigkeit dargestellt werden. Da der Kapitalmarkt bestimmte Funktionen zu erfüllen hat , sind diese Kriterien von besonderem Interesse. Kann z.B. auf die Frage: Reicht das Kapitalangebot aus, um die Nachfrage zu decken? oder: Ist der Zinssatz niedrig? eine positive Antwort gegeben werden, dann wäre der Kapitalmarkt nach diesen Kriterien funktionsfähig.

Die Funktionsfähigkeit würde also durch gewisse Marktdaten definiert. Obwohl diese Daten für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes bestimmend

sind und daher auch der vorliegenden Arbeit zugrundegelegt werden, ist es problematisch, eine abschließendes, generelles Urteil über die Funktionsfähigkeit des Marktes allein anhand dieser Marktdaten (Marktergebnisse) zu fällen. Deshalb ist zu fragen, ob nicht auch strukturelle Marktfaktoren sowie bestimmte Verhaltensweisen wichtiger Kapitalmarktteilnehmer und die Erfüllung wichtiger wirtschaftspolitischer Zielsetzungen als Kriterien mit herangezogen werden sollten.

Zur Klärung dieser Probleme ist die Arbeit wie folgt aufgebaut. Nach einem einführenden Kapitel, das der Klärung der Begriffe und der Erläuterung der methodischen Probleme dient, werden im zweiten Teil die Strukturen ausgewählter Kapitalmärkte analysiert, die durch die individuellen Anleger, die Institutionen mit ihren unterschiedlichen rechtlichen Organisationsformen und durch die Objekte bestimmt werden. Um die Gemeinsamkeiten und Unterschiede der betrachteten Kapitalmärkte sowie die Marktergebnisse herauszustellen, ist die Angebots- und Nachfrageseite dieser Märkte ebenso zu untersuchen wie die Stellung der Kapitalmarktteilnehmer zueinander und deren Bedeutung für die Kapitalangebots- bzw. -nachfrageseite auf den einzelnen Teilmärkten. Der Darstellung dieser empirisch ermittelten Zusammenhänge liegen Zahlenangaben zugrunde, die sich zum großen Teil auf den Zeitraum von 1955 - 1970 erstrecken. Für diesen Zeitabschnitt lassen sich vergleichbare Statistiken erstellen, deren Aussagewert jedoch dadurch etwas eingeschränkt wird, daß der Begriff der Kapitalmarktpapiere in den einzelnen Ländern unterschiedlich definiert wird und die abweichende Erfassung und Aufbereitung des statistischen Materials in den zugrundeliegenden Quellen Schätzungen und näherungsweise Angaben erforderlich machen.

Im dritten Teil wird auf die mit der Bestimmung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zusammenhängenden Probleme eingegangen. Da die "Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes" kein eindeutig definierter Begriff ist, werden zunächst verschiedene Ansätze zur Klärung dieses Begriffs herausgearbeitet. Anschließend werden verschiedene Maßstäbe zur Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes entwickelt. Dabei zeigt sich, daß die Marktergebnisse zur Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes allein nicht ausreichen, sondern durch eine Untersuchung der Marktstruktur- und Marktverhaltensnormen ergänzt werden müssen. Die Erörterung der im Zusammenhang mit der Beurteilung stehenden Probleme bilden den Abschluß des dritten Teils der Untersuchung.

## II. Die Einordnung des Kapitalmarktes in das System des Finanzmarktes

Zur Deckung der Finanzierungsbedürfnisse der Unternehmungen, der öffentlichen und der privaten Haushalte stehen in der Marktwirtschaft zahlreiche Finanzierungsquellen zur Verfügung. Da Bedarf und Aufkommen an Finanzierungsmitteln für Investitionszwecke in qualitativer, quantitativer, räumlicher und zeitlicher Hinsicht divergieren, sind differenzierte Märkte erforderlich, die es übernehmen, das vielfältige Angebot an Finanzierungsmitteln zu standardisieren, die für eine Preisbildung notwendigen Informationen zu sammeln, die Markttransparenz herzustellen und für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage zu sorgen. Die Finanzmärkte

entheben in aller Regel den Sparer und den Investor der Notwendigkeit, unmittelbare Beziehungen miteinander aufzunehmen und die Formen und Bedingungen, unter denen Finanzierungsmittel überlassen bzw. aufgenommen werden, direkt auszuhandeln.

Sowohl in der Theorie als auch in der Praxis fehlt es nicht an Versuchen, den Begriff des Kapitalmarktes zu definieren und ihn insbesondere gegenüber dem Geldmarkt abzugrenzen. Eine exakte und unmißverständliche Begriffsbestimmung ist bisher nicht gefunden worden. Vielmehr haben uneinheitliche und sich teilweise widersprechende Begriffsbildungen eine eindeutige Definition des Begriffs erheblich erschwert. Dieser Mangel macht sich vor allem bei internationalen Kapitalmarktanalysen störend bemerkbar, wo es gilt, unterschiedliche Gegebenheiten in verschiedenen Ländern einander gegenüberzustellen.

Entsprechend den Möglichkeiten der statistischen Erfassung wird unterschieden zwischen dem Kapitalmarkt im weiteren und dem Kapitalmarkt im engeren Sinne[1]. Der Kapitalmarkt i.w.S. umfaßt den organisierten Kapitalmarkt, d.h. den Wertpapiermarkt und den nicht organisierten Kapitalmarkt. Letzterer schließt alle nicht in Effektenform gekleideten

---

1 Es würde zu weit führen, die Kapitalmarktbegriffe der Literatur in allen Einzelheiten zu erörtern. Deshalb sollen hier nur die wichtigsten Autoren genannt werden, die sich mit der Bestimmung des Begriffs befaßt haben: H. v.Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916, S. 1969; A. Spiethoff, Die äußere Ordnung des Geld- und Kapitalmarktes, Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, 33. Jg., Leipzig 1909, S. 22 ff.; J. Schumpeter, Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Aufl., München 1926, S. 201 ff.; R. Robinson, Money and Capital Markets. New York 1964.

langfristigen Kredit- und Beteiligungsverhältnisse wie Schuldscheindarlehen, Hypothekenkredite etc. mit ein[1]. Demgegenüber beinhaltet der Kapitalmarkt i.e.S. ausschließlich den Wertpapiermarkt bzw. den organisierten Kapitalmarkt[2]. Dieser läßt sich in den Aktienmarkt (Markt für Beteiligungskapital) und den Renten- bzw. Anleihemarkt (Markt für Gläubigerkapital) aufteilen. Weitere Kriterien, nach denen sich der Kapitalmarkt unterteilen läßt, sind der Grad und die Art der Besicherung der Kredite[3] und die Unterscheidung in den Markt für alte und neue Wertpapiere, d.h. in "primary market" oder "issue market" einerseits und "secondary market" andererseits[4]. Der auf diesen Märkten stattfindende Wertpapierverkehr soweit er amtlich geregelt ist, unterliegt ausschließlich dem Börsenrecht[5].

---

1 Vgl. J. Brahms, Die Kapitalmarktentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland und ihr Einfluß auf die Finanzierung der Unternehmen. Münsteraner Diss., 1969, S. 13.

2 Vgl. Art. Kapitalmarkt (G. Bröker), Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen. 3. Aufl., Frankfurt a.M., Bd. II, 1967/68, S. 942; Congress of the United States, A Description and Analysis of Certain European Capital Markets. Washington 1964, S. 7; Bank for International Settlements, Capital Markets. Basle 1964, S. 1 ff.

3 Vgl. Chr. Gasser und W. Meyer, Der schweizerische Kapitalmarkt. II. Teil, Zürich-St. Gallen 1962, S. 42, S. 50 ff.; auch J. von Fenstermaker, Readings in Financial Markets and Institutions. New York 1969, S. 75.

4 Vgl. J.B. Budtke, The American Financial System. Boston 1961, S. 579; H.E. Dougall, Capital Markets and Institutions. Englewood Cliffs, S. 6 ff.; o.V., Capital Markets - United States and Europe. "Business Conditions", Federal Reserve Bank of Chicago, Sept. 1964, S. 10.

5 Dabei ist zu berücksichtigen, daß sich ein großer Teil des Wertpapierverkehrs außerhalb der Börsen abspielt, somit nicht unbedingt dem Börsenrecht unterliegt.

Die nachfolgende Untersuchung beschränkt sich auf den organisierten Kapitalmarkt, weil dieser einer vergleichenden Kapitalmarktbetrachtung eher zugänglich ist als die anderen Marktbereiche, die statistisch nur unzureichend erfaßt sind[1]. In die Analyse einbezogen wird auch der amerikanische "Over-the-Counter-Market" (dritter Markt), der eine Ergänzung des börsenmäßig organisierten Wertpapierhandels darstellt. Es handelt sich um einen außerbörslichen Effektenhandel (Freiverkehr)[2], bei dem Wertpapiere im Verhandlungswege gehandelt werden und nicht wie an der Börse in Auktionsform. Obwohl es weder eine private noch eine offizielle Statistik über den Umfang des Over-the-Counter-Market gibt, muß einigen Schätzungen zufolge[3] diesem Markt in den Vereinigten Staaten von Amerika weitaus größere Bedeutung beigemessen werden als dem amtlichen Wertpapierhandel an der Börse.

Wie bei der Bestimmung des Kapitalmarktbegriffs, so werden auch bei dem Versuch, den Kapitalmarkt vom Geldmarkt abzugrenzen, die unterschiedlichsten Merkmale herangezogen. Als Unterscheidungskriterien haben sich insbesondere das Handelsobjekt Zentralbankgeld, der Verwendungszweck des Kapitals und die Fristigkeit durchgesetzt. Nach dem Kriterium des Verwendungszwecks wird der Geldmarkt i.w.S. als

---

1 So z.B. liegen über die hypothekarische Verschuldung in den einzelnen Ländern nur unvollständige Statistiken vor. Vgl. J. Weibel, Der Schweizerische Hypothekarkredit. Eine zins- und kredittheoretische Untersuchung. Winterthur 1954, S. 38.

2 Vgl. E. Gaeckler, Probleme am "over-the-Counter" Markt. "Das Wertpapier", 1970, S. 872 ff.; B. Laube, Struktur und Besonderheiten des schweizerischen Aktienmarktes. Berner Diss., 1967, S. 32 ff.

3 Vgl. G.L. Leffler, The Stock Market. 3rd Ed. revised by L.C. Farwell, New York 1963, S. 403; G. Müller und S. Löffelholz, Bank-Lexikon, Handwörterbuch für das Bank- und Sparkassenwesen. 6., neubearb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1969, Sp. 1390.

ein Markt für Betriebskapital[1] und der Kapitalmarkt als ein Markt für Investitionskapital[2] bezeichnet[3]. Doch kann man aufgrund des internen Geldausgleichs in der Unternehmung, wobei die Mittel ihre Identität verlieren, nicht immer davon ausgehen, daß Mittel des Geldmarktes nur zur Deckung des Umschlagkreditbedarfs und Kapitalmarkttitel nur für langfristige Investitionen verwendet werden[4]. Als Unterscheidungsmerkmal dient deshalb die Fristigkeit der gehandelten Gelder bzw. Finanzierungsmittel. Danach gilt der Geldmarkt im weitesten Sinne[5] als ein Markt für kurzfristige Kredite, während auf dem Kapitalmarkt langfristige und dauerhafte Mittel angeboten und nachgefragt werden.

Aber auch eine Trennung gemäß der Fristigkeit ist nicht eindeutig, zumal es einem jeden freisteht, was er unter langer und kurzer Frist versteht[6]. "Die Skala der nach der Kreditdauer zu unterscheidenden Kreditformen reicht vom Markt für Tagesgeld bis zu den Beteiligungskrediten mit unbefristeter Laufzeit, wobei praktisch alle Abstufungen vorkommen"[7]. Beispielhaft seien die Kassenobligationen ge-

---

1 Als Betriebskapital werden die Mittel zur Deckung des Umschlagkreditbedarfs bezeichnet, d.h. zur Durchführung laufender Transaktionen.

2 Der Begriff "Investitionskapital" ist gleichzusetzen mit langfristigem Anlagekapital zur Erneuerung und Erweiterung der Kapazität.

3 Vgl. H. Lutz, Die Möglichkeiten der Schweizerischen Nationalbank zur Beeinflussung des Geld- und Kapitalmarktes. Winterthur 1958, S. 11.

4 Vgl. J. v.Spindler, Geldmarkt-, Kapitalmarkt- internationale Kreditmärkte. Stuttgart 1960, S. 34.

5 Im engeren Sinn ist der Geldmarkt der Handel von Zentralbankgeld oder von Geldmarktpapieren der Banken untereinander.

6 Vgl. H. v.Beckerath, a.a.O., S. 26.

7 O. Hilkert, Die Kreditmarktstruktur im volkswirtschaftlichen Kreislauf. Mannheimer Diss., 1967, S. 28.

nannt. Während deutsche Kassenobligationen mittelfristigen Charakter haben, werden sie in der Schweiz[1] vielfach dem Kapitalmarkt zugerechnet. In den Vereinigten Staaten von Amerika gelten demgegenüber die "certificates of deposits", deren Laufzeit auf ein Jahr begrenzt ist, grundsätzlich als kurzfristig und sind damit Geldmarktpapiere[2].

Trotz solcher berechtigten Vorbehalte gegen die beiden Hauptunterscheidungsmerkmale wird in der Praxis die Trennung zwischen dem Geld- und Kapitalmarkt hauptsächlich nach dem Kriterium der Fristigkeit vorgenommen. Wegen der unterschiedlichen Abgrenzung einzelner Kategorien von Wertpapieren hinsichtlich ihrer Fristigkeit in den nationalen Statistiken wird die Vergleichbarkeit der Ergebnisse im Rahmen internationaler Kapitalmarktuntersuchungen z.T. erheblich gestört[3].

Auch die Gruppen der Kapitalmarktteilnehmer sind in den nationalen Statistiken unterschiedlich weit gefaßt. So werden z.B. die individuellen Anleger unter dem Begriff der "privaten Haushalte" und der Rubrik "private Haushalte und Organisationen ohne Erwerbscharakter"[4] aufgeführt. Dem stehen gegenüber

1 Vgl. C. Diem, "Kassa-Obligationen". "Wirtschaft und Recht", 10. Jg. (1958), Zürich, S. 162; W. Kull, Switzerland. Capital Markets Study, Vol. III, Functioning of Capital Markets, Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 1968, S. 543 (im folgenden zitiert: OECD Switzerland Capital Markets Study III).

2 Vgl. F.D. Garcia, How to analyze a bank statement. 3. Ed., Boston 1964, S. 15.

3 Vgl. hierzu die Ausführungen "über den Erkenntniswert der Statistik des Kapitalmarktes" von E. Ackermann, "Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik", 1954, S. 314 ff.; H. Wielens, Die Emission von Auslandsanleihen. Bd. 6 der Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Hrsg. Prof. Dr. L. Mülhaupt, Wiesbaden 1968, S. 3.

4 Als Organisationen ohne Erwerbscharakter gelten Stiftungen, Vereine, Klubs etc..

die institutionellen Anleger, die sog. financial institutions[1], Spezialinstitute des Finanzmarktes, wie z.B. die Wertpapierhandelshäuser, die Makler, die Individualversicherungen in der Form der Lebens- und Sachversicherungen, die Sozialversicherungen des Staates, die Investmentgesellschaften, die privaten, staatlichen und gemeindlichen Pensionsfonds sowie die Kreditinstitute. Wichtige Gruppen von Marktteilnehmern sind außerdem die private Wirtschaft, die öffentliche Hand und das Ausland.

## III. Der Begriff der Kapitalmarktstruktur

Dem Begriff der Struktur[2] muß im Rahmen dieser Arbeit besondere Bedeutung beigemessen werden, weil die Qualität einer Strukturanalyse wesentlich davon abhängt, was unter dem Begriff der Struktur und demzufolge unter einer Strukturanalyse verstanden wird und welche Aufgaben ihr zugewiesen werden[3].

1 Vgl. G. Reimann und E.F. Wigglesworth, The Callegge of International Finance. New York-London-Sydney-Toronto 1966, S. 228 ff.; Committee for Invisible Transactions, The capital market, international capital movements, restrictions on capital operations in Switzerland. Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, 1971, a.a.O., S. 29 (im folgenden zitiert als OECD, The capital market in Switzerland); R. Nowak, Der Finanzmarkt. New York. Eine ökonomische Analyse des objektivierten Geld- und Kapitalmarktes in den USA. Köln und Opladen 1967, S. 11.

2 Eine Übersicht über die verschiedenen Definitionen und Interpretationen vgl. F. Machlup, "Structure and Structural Change: Weaselwords and Jargon", Zeitschrift für Nationalökonomie, Bd. 18 (1958), S. 280 ff.; G. Bombach, Der Strukturbegriff in der Ökonomie. "Strukturwandlungen einer wachsenden Wirtschaft". Hrsg. F. Neumarkt, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Neue Folge, Bd. 30/I, Berlin 1964, S. 10 ff.; H. Linhardt, Wettbewerbs- und Strukturwandel im Kreditmarkt. Jahrbuch der Absatz- und Verbrauchsforschung, H. 1 (1970), S. 18.

3 Vgl. L. Mülhaupt, Bemerkungen zum Buch von Ingeborg Esenwein-Rothe, "Die Struktur des Bankwesens als Gegenstand wirtschaftsstatistischer Analyse". "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 31. Jg. (1961), S. 307.

Die Struktur stellt das innere Gefüge und die Zusammensetzung der Glieder eines Gegenstandes bzw. eines Ganzen dar[1]. Sie gibt den Aufbau der Gesamtheit aus einzelnen Elementen und die Stellung dieser Elemente zueinander und zur Gesamtheit wieder. Strukturwandlungen sind demgemäß Änderungen des inneren Gefüges einer Gesamtheit. Neben den regenerationsbedingten und liberalisierungsbedingten Strukturwandlungen[2] sind es vor allem die säkularen Strukturwandlungen, die im Rahmen von Kapitalmarktuntersuchungen bedeutsam sind. Darunter fallen alle Wandlungen in den Formen des Kapitalangebots und der Kapitalnachfrage, ihre qualitative und quantitative Bedeutung sowie die Verteilung dieser Formen auf die einzelnen Marktteilnehmer oder Träger des Kapitalmarktes; diese Wandlungen können aus Änderungen der Wirtschafts- und Sozialstruktur, des Sparverhaltens, der staatlichen Förderung bestimmter Sparformen, Personen und Gruppen, aus dem Aufkommen neuer Finanzierungsbedürfnisse und Finanzierungsformen usw. resultieren[3].

Träger des Kapitalmarktes sind auf der einen Seite diejenigen Wirtschaftssubjekte (Unternehmungen, öffentliche Hand, Ausland), die durch die Emission

---

1 Vgl. B. Laube, a.a.O., S. 6 f.

2 Eine ausführliche Interpretation dieser Begriffe findet sich bei W. Stützel, Banken, Kapital und Kredit in der zweiten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts. Strukturwandlungen einer wachsenden Wirtschaft. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N.F., Bd. 30/II, Berlin 1964, S. 527 ff.

3 In Anlehnung an L.Mülhaupt,Strukturwandlungen im westdeutschen Bankwesen. Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Bd. 1, Wiesbaden 1971, S. 2 f.

von Bankschuldverschreibungen, öffentlichen Anleihen, Industrieobligationen und Aktien Kapital nachfragen, auf der anderen Seite diejenigen Sektoren (private Haushalte, Individual-, Sozialversicherungen, Investmentgesellschaften, Kreditinstitute), die durch den Erwerb dieser Kapitalmarkttitel Kapital zur Verfügung stellen. Bei den Bankschuldverschreibungen handelt es sich um die Emissionen der Realkreditinstitute sowie der Girozentralen, die als sog. "Daueremittenten" am Markt auftreten. Öffentliche Anleihen sind festverzinsliche Wertpapiere, die vom Bund, von den Ländern, von Gebietskörperschaften und von den Sondervermögen des Bundes ausgegeben werden. Durch die Emission von Industrieobligationen beschaffen sich größere Industrieunternehmen langfristiges Fremdkapital, durch die Emission von Aktien Eigenkapital.

Eine auf den Kapitalmarkt bezogene Strukturanalyse erfordert somit die Untersuchung sowohl der Struktur der Kapitalbildung und -verwendung als auch der Träger von Angebot und Nachfrage. Zur Kennzeichnung von primär säkularen Strukturwandlungen bedarf es eines längeren Untersuchungszeitraumes[1]. Nur dann ist es möglich, die qualitativen und quantitativen Veränderungen des Angebots und der Nachfrage im Zeitablauf darzustellen. In welchem Maße die Strukturen bzw. die Strukturwandlungen verschiedener nationaler Kapitalmärkte verglichen und erklärt werden können, hängt hauptsächlich von der Menge und Güte des vorhandenen statistischen Materials ab.

---

1 Vgl. H. Linhardt, a.a.O., S. 18, S. 27.

## IV. Methodische Probleme

Die Untersuchung stützt sich überwiegend auf amtliche Kapitalmarktstatistiken, die von der Deutschen Bundesbank, der Schweizerischen Nationalbank und dem Federal Reserve Board in ihren Monats- und Jahresberichten[1] veröffentlicht werden. Für die BRD und die Vereinigten Staaten von Amerika werden namentlich anhand der "gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung" bzw. der "flow-of-funds" Rechnung die Geld- und Kapitalströme innerhalb der Volkswirtschaft und die Finanzierungsbeziehungen zum Ausland analysiert. Insbesondere gehen aus diesen Rechnungen die Finanzierungsüberschüsse oder -defizite hervor, welche die einzelnen Sektoren der Volkswirtschaft erzielen. Während die privaten Haushalte aufgrund ihrer Spartätigkeit im allgemeinen Überschüsse aufweisen, verschulden sich sowohl der Unternehmenssektor als auch die öffentlichen Haushalte, um den Teil der Investitionen zu finanzieren, der die eigene Ersparnis übersteigt.

Vergleichbare nach Wirtschaftssektoren aufgegliederte Finanzierungsrechnungen, wie sie für die BRD und die Vereinigten Staaten existieren, bestehen für die Schweiz nicht; denn die Schweiz ist das einzige Industrieland, das keine ausgebaute Kapitalverkehrsstatistik besitzt. Mangels statistischer Unterlagen mußte sogar die bisher vom Eidgenössischen statistischen Amt veröffentlichte volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, auch Nationale Buchhaltung genannt, aufgegeben werden. Daher ist es sehr

---

1 Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank, Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Jahresbericht der Schweizerischen Nationalbank, Das schweizerische Bankwesen im Jahre 1969 , Federal Reserve Bulletin, Survey of Current Business.

schwierig, amtliche Angaben beispielsweise über die Ersparnisbildung sowie deren Herkunft nach Sektoren zu gewinnen, so daß entweder auf Publikationen Schweizer Banken[1] oder auf Veröffentlichungen der "Organisation for Economic Co-operation and Development"[2] zurückgegriffen werden mußte.

Der Zeitraum, innerhalb dessen die Strukturen bzw. die Strukturwandlungen der nationalen Kapitalmärkte verglichen und erklärt werden können, umfaßt im wesentlichen die Jahre 1955 bis 1970. Die Untersuchung über das Jahr 1970 hinaus auszudehnen, war nicht möglich, weil die zugrundeliegenden Statistiken sich nur bis zu diesem Zeitpunkt erstrecken, z.T. sogar schon früher abgeschlossen wurden. Soweit sich nach 1970 neuere Entwicklungstendenzen abzeichneten, wurden sie im Text berücksichtigt, jedoch ohne das statistische Material in jedem einzelnen Fall und für jedes einzelne Land zu ergänzen.

Schwierigkeiten bei der Analyse der Kapitalmarktstrukturen bzw. der Strukturwandlungen ergeben sich aus verschiedenen Gründen. Einmal ist die Vergleichbarkeit der Ergebnisse im Zeitablauf dadurch gestört, daß die Abgrenzung der einzelnen Sektoren und einzelner Arten von Kapitalmarktpapieren (z.B. Kassenobligationen) in den Kapital-

---

1 Beispielhaft sind genannt: Bulletin - Schweizerischer Bankverein; Bulletin - Schweizerische Kreditanstalt, Wirtschaftsnotizen - Schweizerische Bankgesellschaft.

2 Beispielhaft sind genannt: "OECD - Financial Statistics", "National Accounts of OECD Countries".

marktstatistiken der einzelnen Länder unterschiedlich gehandhabt wird. Auch wird der Aussagewert der Zahlenreihen dadurch beeinträchtigt, daß die Erhebungen einmalig oder in unregelmäßigen Zeitabschnitten durchgeführt wurden. Die Ergebnisse der Untersuchung werden ferner in gewissem Umfang dadurch verzerrt, daß die internationalen Kapitalmarktstatistiken nur Angaben in der jeweiligen Landeswährung enthalten und eine Umrechnung in eine einheitliche Währungseinheit nicht möglich ist. Probleme ergeben sich auch daraus, daß vergleichende Tabellen vielfach nur für die BRD und die Vereinigten Staaten von Amerika erstellt werden konnten, weil die schweizerische Wirtschaftsstatistik weitgehend unvollständig ist.

# ZWEITER TEIL

Empirische Analyse der strukturellen Entwicklung der Kapitalmärkte in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika unter besonderer Berücksichtigung der Bestimmungsfaktoren

## I. Die Struktur des Kapitalangebots in den einzelnen Ländern nach Wirtschaftssektoren

### 1. Die Ersparnisbildung nach Wirtschaftssektoren im Überblick[1]

Bestimmend für die Höhe des Kapitalangebots einer Volkswirtschaft ist das Volumen der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung. Der Anteil dieser Ersparnis[2], der als Angebot am organisierten Kapitalmarkt in Erscheinung tritt, hängt allerdings davon ab, in welchen Wirtschaftssektoren[3] und in welchen Formen sich die Ersparnisbildung vollzieht[4].

1 Vgl. Abbildung I, S.18 dieser Arbeit.

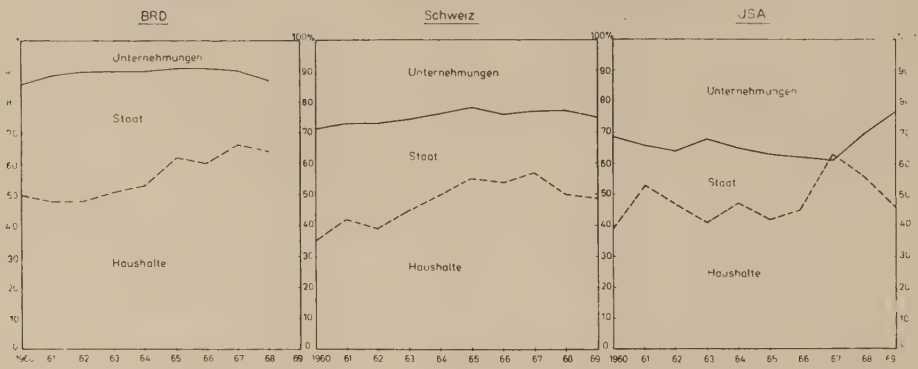
2 Der Begriff der Ersparnis ist in der Literatur unterschiedlich definiert. Der im Schrifttum weitverbreiteten Definition des Sparens als Residuum, d.h. als Überschuß des Einkommens über die Konsumausgaben, kann nicht zugestimmt werden, "weil es sich hierbei um eine rein statistische Größe handelt, in die definitionsgemäß alles das eingeht, was nicht konsumptive Verwendung des Volkseinkommens" ist. Demzufolge wird in dieser Arbeit unter der Ersparnis nur die Geldkapitalbildung bei Kreditinstituten in Form von Spareinlagen und Termingeldern verstanden sowie das Wertpapier- und Versicherungssparen. Das Bausparen wird nicht berücksichtigt, da die Statistiken keine internationale Vergleichbarkeit zulassen. Vgl. F. Neuber, Die Quellen volkswirtschaftlicher Ersparnisbildung. "Der langfristige Kredit", 24. Jg. (1973), H. 24, S. 711.

3 Private Haushalte, Unternehmungen, Staat.

4 Vgl. R. Flöge, Die Verbesserung der Funktionsfähigkeit der deutschen Effektenbörsen unter besonderer Berücksichtigung der Auswirkungen einer zunehmenden Integration der europäischen Effektenmärkte im Rahmen der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft. Hamburger Diss., 1970, S. 83 ff.

Die Struktur des Angebots am Kapitalmarkt wird deshalb durch die Struktur der Ersparnisbildung bestimmt[1]. Der Anteil der einzelnen Wirtschaftssektoren an der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung wird in Abbildung I dargestellt.

Abb. I: Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis nach Wirtschaftssektoren in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1960-1969 in v.H.




Quelle: o.V., Die Entwicklung des Sparens im internationalen Vergleich. "Sigma", Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft, Okt. 1971, S. 8 ff.

In allen drei Ländern war der Anteil der p r i v a t e n H a u s h a l t e an der gesamten Ersparnis am größten. Von 1960-1969 entfielen jährlich fast durchschnittlich 50 v.H. der Gesamtersparnis auf die privaten Haushalte. In der Schweiz stieg der Anteil der privaten Haushalte an der gesamten Ersparnis von 35,0 v.H. (1960) auf 49,0 v.H. (1969);

1 Vgl. Segré-Bericht, a.a.O., S. 68.

in den Vereinigten Staaten von Amerika von 39,0 v.H. (1960) auf 46,0 v.H. (1969). Eine besonders starke Zuwachsrate hatte die Nettoersparnis der privaten Haushalte in der BRD zu verzeichnen, die von 50,0 v.H. (1960) auf 60 v.H. (1968) stieg[1]. Die verstärkte Spartätigkeit dieses Sektors kommt auch in der mit dem gestiegenen Masseneinkommen gestiegenen Sparquote zum Ausdruck[2]. Die Sparneigung der privaten Haushalte läßt zumeist in den Perioden stärkerer Geldwertverschlechterung nach, weil in solchen Zeiten die Kauf- und damit auch die Sparentscheidungen weitgehend von der Erwartung weiterer Preissteigerungen bestimmt werden[3], während die Sparneigung in Zeiten konjunktureller Abschwächung (Gefährdung der Arbeitsplätze) zuzunehmen pflegt.

Während die Nettoersparnis der privaten Haushalte in allen Ländern anstieg, ging der Anteil des S t a a t e s an der gesamten Ersparnis von 1960 bis 1969 zurück. In den Jahren 1960-1969 betrug der Anteil der Nettoersparnis des Staates an der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung in der BRD durchschnittlich jährlich 33,0 v.H., in der Schweiz 27,0 v.H. und in den Vereinigten Staaten nur 19,0 v.H.[4]. Trotz des Wiederanstiegs des Anteils des Staates in den Jahren 1969/70 gegenüber den Vorjahren konnte jedoch das Niveau der staatlichen Ersparnis in den einzelnen Ländern zu Anfang der sechziger Jahre nicht wieder erreicht werden. Es ist auch fraglich, ob ein Anteil von rd. 35 v.H. der staatlichen Ersparnis in künftigen Jahren wieder erzielt werden kann.

---

1 Vgl. Tabelle II im Anhang.

2 Vgl. Tabelle I, S. 2o dieser Arbeit.

3 Vgl. L. Mülhaupt, Strukturwandlungen im westdeutschen Bankwesen, a.a.O., S. 41.

4 Vgl. Tabelle II im Anhang.

Tab. I: Das verfügbare Einkommen, die Ersparnisse und die Sparquote der privaten Haushalte in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten in Mrd. der Landeswährung und in v.H. von 1960-1969

| | B R D | | | S c h w e i z | | | Vereinigte Staaten von Amerika | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Verf. Einkommen Mrd. DM | Ersparnisse Mrd. DM | Sparquote v.H. | Verf. Einkommen Mrd.sfrc. | Ersparnisse Mrd. sfrc. | Sparquote v.H. | Verf. Einkommen Mrd. | Ersparnisse Mrd. sfr. | Sparquote v.H. |
| 1960 | 204,1 | 30,3 | 14,8 | 26,4 | 2,2 | 8,3 | 344,2 | 17,0 | 4,9 |
| 1961 | 221,7 | 30,8 | 13,8 | 29,6 | 3,0 | 10,1 | 358,4 | 21,1 | 5,9 |
| 1962 | 238,4 | 30,8 | 12,9 | 32,7 | 3,0 | 9,1 | 378,8 | 21,5 | 5,7 |
| 1963 | 254,0 | 33,2 | 13,0 | 36,0 | 3,8 | 10,5 | 397,3 | 19,9 | 5,0 |
| 1964 | 279,4 | 41,2 | 14,7 | 39,7 | 4,9 | 12,3 | 429,9 | 26,1 | 6,1 |
| 1965 | 311,9 | 49,0 | 15,7 | 43,1 | 5,8 | 13,4 | 463,9 | 28,4 | 6,1 |
| 1966 | 330,4 | 47,7 | 14,4 | 46,2 | 6,2 | 13,4 | 501,6 | 32,5 | 6,5 |
| 1967 | 334,9 | 45,9 | 13,7 | 49,3 | 6,5 | 13,1 | 535,5 | 40,3 | 7,5 |
| 1968 | 363,5 | 57,4 | 15,7 | 52,0 | 6,7 | 12,9 | 579,5 | 40,3 | 7,0 |
| 1969 | 381,7 | 47,7 | 12,5 | 56,1 | 7,2 | 12,8 | 618,7 | 37,6 | 6,1 |
| | 2920,0 | 414,0 | Ø14,1 | 411,1 | 49,3 | Ø12,0 | 4607,8 | 284,7 | Ø6,2 |

Quelle: OECD/OCDE, National Accomits of OECD Countries 1953-1969.

Auch die Ersparnis der Unternehmungen weist in der Untersuchungsperiode in allen drei Ländern eine rückläufige Tendenz auf. Mit durchschnittlich 33,0 v.H. der gesamten Ersparnisbildung ist sie in den Vereinigten Staaten von 1960-1969 am größten; der entsprechende Anteil in der BRD belief sich auf 10 v.H., und der in der Schweiz auf 25 v.H.[1].

Stellt man auf die gesamte Nettoersparnis, gemessen an der Netto-Sparquote[2], ab, so rangiert die Schweiz im Durchschnitt der Jahre 1960-1969 mit 17,6 v.H. an der Spitze vor der Bundesrepublik Deutschland mit 14,8 v.H. und den Vereinigten Staaten mit lediglich 8,5 v.H.[3]. Gleichzeitig erreichte die Schweiz mit $ 384 im Durchschnitt der Jahre 1960-1969 die höchste absolute jährliche Pro-Kopf-Sparquote, gefolgt von den Vereinigten Staaten mit $ 295 und der Bundesrepublik Deutschland mit $ 288.

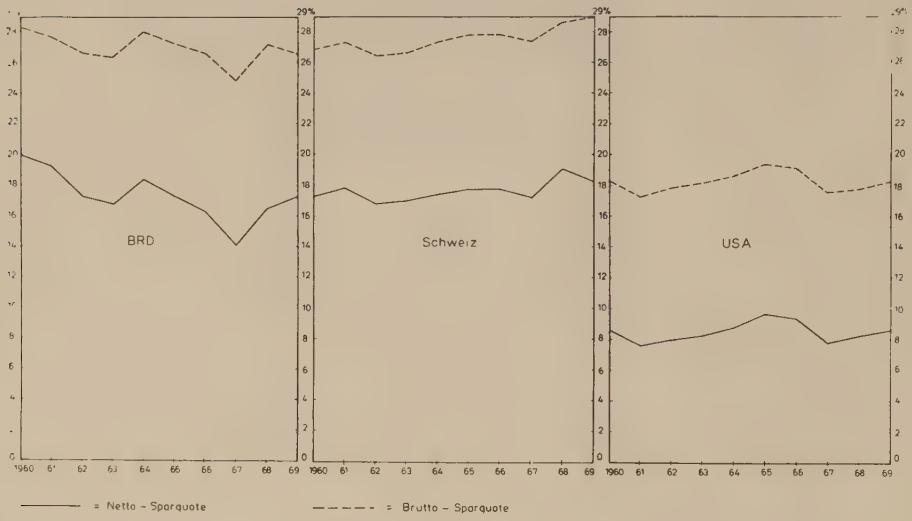
---

1 Die Bruttosparquote stellt den Quotienten aus der Bruttoersparnis und dem Bruttosozialprodukt dar. Werden von der Bruttoersparnis die Abschreibungen abgezogen und in Beziehung zum Bruttosozialprodukt gesetzt, dann ergibt sich die Netto-Sparquote, d.h. der Netto-Vermögenszuwachs eines Landes.

2 Vgl. Abbildung II, S. 22 dieser Arbeit.

3 Vgl. Tabellen I und II im Anhang.

Abb. II: Die Sparquoten in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1960-1969




Quelle: o.V., Die Entwicklung des Sparens im internationalen Vergleich. "Sigma", Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft, Okt. 1971, S. 13.

Die Sparquote bzw. die gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung ist jedoch nicht - wie in der Literatur vielfach angenommen wird - unbedingt ein Gradmesser für die Ergiebigkeit des Kapitalmarktes[1]. Denn trotz einer Sparquote von 8,5 v.H. ist das Kapitalangebot am amerikanischen Kapitalmarkt grösser als in der Schweiz und der BRD[2]. Für die Ergiebigkeit und Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes

1 Vgl. o.V., Die Ersparnisbildung und ihr Beitrag an die Versorgung des Kapitalmarktes. "Schweizerischer Bankverein", Bulletin, 1967, Nr. 5, S. 85.

2 Siehe S. 2o dieser Arbeit.

ist somit weniger das quantitative Angebot an anlagesuchenden Mitteln als vielmehr die Transformation der Ersparnis durch den Markt und seine Einrichtungen in die von den Kapitalnachfragern gewünschten Formen von Bedeutung. Umfang, Struktur und Verteilung der Ersparnisbildung auf die einzelnen Sektoren lassen jedoch gewisse Schlüsse auf Volumen und Struktur der für die Investition verfügbaren Mittel zu und darauf, ob sich Mittelaufkommen und Mittelbedarf insgesamt und innerhalb der einzelnen Sektoren entsprechen oder ob sich Überschüsse oder Defizite ergeben. Die Differenz zwischen der gesamten nationalen Ersparnis und der Gesamtinvestition entspricht entweder dem an das Ausland geleisteten oder vom Ausland erhaltenen Beitrag zur Kapitalbildung oder der unfreiwilligen Investition in Form der Erhöhung der Läger. Dabei zeigt sich, daß die Vereinigten Staaten von Amerika über den gesamten Zeitraum einen Ersparnisüberschuß hatten, während in den europäischen Ländern der Saldo stark schwankte[1]. Das überrascht umso mehr, als die Vereinigten Staaten die geringste Sparquote ausweisen. Bemerkenswert ist weiterhin, daß die Schweiz einen Großteil ihrer Bruttoinvestitionen mit Hilfe ausländischer Mittel finanzierte. Dieses Defizit, das bis zur Mitte der sechziger Jahre bestand, muß jedoch in der wirtschaftlichen Entwicklung der Nachkriegszeit als eine vorübergehende Erscheinung gedeutet werden, zumal ab 1966 wieder ein Überschuß erzielt werden konnte. Damit konnte die Schweiz auch ihre Bedeutung als Land mit der größten Sparquote in Europa zurückgewinnen[2].

---

1 Vgl. Tabelle I im Anhang

2 Vgl. o.V.,Die Ersparnisbildung und ihr Beitrag an die Versorgung des Kapitalmarktes, a.a.O., S.86.

## 2. Das Kapitalangebot der privaten Haushalte

### a. Die Bestimmungsgründe für das Sparen der privaten Haushalte

Die Wirtschaftstheorie geht bei der Analyse des gesamtwirtschaftlichen Sparvolumens von dem verfügbaren Einkommen aus, das aufgrund bestimmter Verhaltensannahmen in Konsum und Ersparnis aufgeteilt wird und in der Konsum- und Sparfunktion zum Ausdruck kommt. Verschiedene Versuche, diese Funktionen aufzuschlüsseln, haben gezeigt, daß für das Sparen außer dem Realeinkommen noch weitere Größen bestimmend sind[1]. Von der Konsum- und Sparfunktion kann deshalb nicht auf das individuelle Verhalten der Wirtschaftssubjekte geschlossen werden. Insbesondere für eine Analyse des Angebots am Kapitalmarkt sind diese Verhaltensgleichungen unzulänglich, da es nicht ihr Ziel ist, eine Aussage darüber zu machen, in welcher Form gespart wird, über welche Institutionen und in welcher Form die Finanzierungsmittel den Investoren zugeleitet werden[2]. Es ist deshalb erforderlich, zunächst die Komponenten des Sparens und anschließend die Einflüsse aufzuzeigen, die für die Aufteilung der Gesamtersparnis der privaten Haushalte auf die verschiedenen Formen der Geldvermögensbildung bestimmend sind.

Der Umfang der freiwilligen Sparkapitalbildung wird bestimmt durch die Sparfähigkeit (objektiver Aspekt) und die Bereitschaft zum Sparen, den Sparwillen (subjektiver Aspekt). Sparfähigkeit und Sparwille sind insofern voneinander abhängig, als die Spar-

---

1 Vgl. O. Hilkert, a.a.O., S. 70 f.

2 Vgl. F. Voigt, Aussagefähigkeit und Erkenntnisgrenzen der modernen Wirtschaftstheorie. Beiträge zur Theorie des Sparens und der wirtschaftlichen Entwicklung. Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Hrsg. F. Voigt, Bd. 1, Berlin 1958, S. 9 ff.

fähigkeit die Bereitschaft zum Sparen begrenzt. Die Sparfähigkeit gibt an, "ob ein Einkommensbezieher in der Lage ist, den ihm in seinem Einkommen übertragenen Anspruch auf das Sozialprodukt zum Teil oder zumindest vorübergehend zurückzustellen"[1]. Demgegenüber ist die Sparfreudigkeit oder der Sparwille Ausdruck der "inneren Bereitschaft, den Konsumverzicht zu leisten"[2].

Während die Sparfähigkeit i.d.R. von allen die Einnahmen und Ausgaben des Sparers beeinflussenden Faktoren (z.B. wirtschaftliche Lage, Wirtschaftspolitik, Beruf, Alter, Vermögen) bestimmt wird, kann die Sparwilligkeit in Abhängigkeit von Motivationen gesehen werden[3]. Die Motive können dabei sowohl rationaler wie auch subjektiver Natur sein. Außerdem nehmen sie im Zeitablauf eine unterschiedliche Dringlichkeit an[4].

Die Analyse der Sparmotive zeigt, daß die Vorsorge für unvorhergesehene Ereignisse, die durch staatliche Sicherungsmaßnahmen nicht abgedeckt sind, vorrangig ist. Weil sich das Vorsorgebedürfnis immer am jeweils erreichten Einkommensstand orien-

---

1 F. Huhle, Sparwille und Sparfähigkeit als Komponenten der Spartätigkeit. Beiträge zur Theorie des Sparens und der wirtschaftlichen Entwicklung. Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Hrsg. F. Voigt, Bd. 1, Berlin 1958, S. 87.

2 W. Strauß, Formen des freiwilligen Sparens und ihre Bedeutung für den Kapitalmarkt. Tübinger Diss., 1960, S. 15.

3 Vgl. W. Paschke, Bestimmungsgründe des persönlichen Sparens. Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen. Hrsg. F. Voigt, Bd. 17, Bonn 1961, S. 23 ff.; o.V., Sparneigung und Sparmotive. "Bank-Betrieb", 11. Jg. (1971), S. 150 f.; F. Voigt, Der volkswirtschaftliche Sparprozeß. Berlin 1950, S. 200 ff.

4 Vgl. B. Necke und W. Riedel, Die Veränderung der Sparziele im Lebenszyklus der Privathaushalte. "Sparkasse", 90. Jg. (1973), S. 167 ff.

tiert, dürfte die Höhe dieser Sparbeträge stark einkommensabhängig sein; außerdem wird es von den inflationären Tendenzen relativ wenig beeinflußt, da dieses Sicherheitsbedürfnis nur durch liquidisierbare Geldforderungen gedeckt erscheint[1].

Ebenfalls stark einkommensabhängig und relativ wenig inflationsempfindlich ist das Sparen für die Ausbildung der Kinder, den Urlaub und die Anschaffung von dauerhaften Konsumgütern, deren Erwerb wegen der hohen Anschaffungskosten die vorherige Bildung von Ersparnissen voraussetzt.

Ein weiteres Sparmotiv ist die (längerfristige) Vermögensbildung, die auch als Ertragssparen bezeichnet wird. Wegen des andauernden Inflationsprozesses sind die Ertragsaussichten bzw. die Zinshöhe jedoch vielfach nicht die entscheidenden Triebkräfte des individuellen Sparentschlusses[2]. Die zusätzliche Sicherheit, die Ersparnisse gewähren, und die Erfüllung bestimmter Wünsche sind für den Großteil der Sparer wichtigere Sparmotive als der Zinsertrag.

Soweit die empirischen Daten Aufschlüsse[3] über die Sparwilligkeit zulassen, ist in einigen Ländern für die geringe Sparbereitschaft die hohe Konsumneigung und die rechtliche Organisation der Sozialversicherung maßgebend.

---

1 Vgl. H. Geiger, Auswirkungen inflationärer Bewegungen auf den Sparprozeß. "Sparkasse", 89. Jg. (1972), S. 160 ff.

2 Vgl. o.V., Sparneigung und Sparmotive, a.a.O., S. 150 f.

3 Vgl. S. 17ff. dieser Arbeit.

b. Die Formen der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte

Der Nichtverbrauch von Einkommensteilen ist Voraussetzung für jede Form des Sparens der privaten Haushalte. Ersparnisbildung ist jedoch volkswirtschaftlich erst dann sinnvoll, wenn mit ihrer Hilfe Investitionen durchgeführt werden[1]. Die Ersparnisse müssen daher dem Kapitalmarkt zur langfristigen Verwendung zugeführt werden, eine Aufgabe, die den Kapitalsammelstellen, wie Banken, Bausparkassen, Versicherungen, Pensionsfonds und Investmentgesellschaften obliegt. Die Angebotsstruktur eines Kapitalmarktes wird durch zahlreiche Faktoren bestimmt, so vor allem durch den Beitrag, den sowohl die einzelnen Sektoren einer Volkswirtschaft zur gesamten Ersparnisbildung leisten als auch durch den Beitrag, den die einzelnen Sparformen an der Gesamtersparnis ausmachen.

Ausgewählte Formen der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte sind die Einlagen bei Banken und Bausparkassen,die Beiträge,die sie an Versicherungen leisten sowie der Erwerb von Wertpapieren. Grundsätzlich haben die privaten Haushalte bei der Wahl der Vermögensanlage eine Vorliebe für liquide i.S. von geldnahen Anlagen[2]. Denn in allen untersuchten

---

1 Vgl. W. Ehrlicher, Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Formen des Sparens. Beiträge zur Theorie des Sparens und der wirtschaftlichen Entwicklung. Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen. Hrsg. F. Voigt, Bd. 1, Berlin 1958, S. 117 ff.

2 Vgl. R.W. Goldsmith, Strukturveränderungen der Ersparnis privater Haushalte. "Sparkasse", 84. Jg. (1967), S. 263 f.; K. Richebächer, Strukturelle Schwächen der europäischen Kapitalmärkte, a.a.O., S. 74; L. Mülhaupt/H. Wielens, Zum Streit um die Ausgliederung des Effektengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank. Sonderdruck aus Geld, Kapital und Kredit, Stuttgart 1968, S. 222.

Ländern ist der Anteil des Banksparens an der gesamten Geldkapitalbildung höher als der der übrigen Sparformen[1]. Der private Sparer bevorzugt das Kontensparen vor allem wegen des relativ schnellen und leichten Rückgriffs auf diese Ersparnisse, wegen des fehlenden Kursrisikos und der mangelnden Vertrautheit im Umgang mit Wertpapieren. Infolge der hohen Liquiditätspräferenz schlagen sich die Ersparnisse der privaten Haushalte primär auf Bankkonten nieder.

Tab. II: Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika[2] nach Sparformen 1950-1969 (in v.H. Jahresdurchschnitte)

| | B R D | | | Vereinigte Staaten von Amerika | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1950-1959 | 1960-1969 | 1950-1969 | 1950-1958 | 1959-1968 | 1950-1968 |
| Kontensparen | 57,9 | 53,0 | 55,4 | 39,5 | 52,1 | 46,1 |
| Bausparen | 11,9 | 10,2 | 11,0 | | | |
| Versicherungen | 20,0 | 18,1 | 19,4 | 41,1 | 37,0 | 38,9 |
| Wertpapiere | 10,1 | 17,9 | 14,0 | 19,5 | 11,0 | 15,0 |
| Festverz. Wertp. | 6,0 | 12,4 | 9,2 | 13,2 | 15,0 | 14,1 |
| Aktien | 4,1 | 5,6 | 4,8 | 3,1 | -9,8 | -3,6 |
| Inv.-zertifikate | - | - | - | 3,1 | 5,7 | 4,5 |

Quelle: H. Osthues, Geldvermögensbildung im Umbruch? "Sparkasse", 87. Jg. (1970), S. 310 ff.

1 Vgl. Tabelle II, S. 28 dieser Arbeit. Für die Schweiz kann diese Aussage statistisch nicht belegt werden, weil für eine Analyse der Sparbildung keine ausreichenden statistischen Angaben vorliegen. Der Verfasser kann in diesem Zusammenhang deshalb nur verbale Ausführungen aus der Literatur widergeben.

2 Siehe folgende Seite.

aa. Das Kontensparen

Der Begriff Kontensparen beinhaltet die Anlage von Geldüberschüssen auf Spar-, Termin- oder laufenden Konten. Diese Einteilung erfolgt nach der formellen Fristigkeit der Einlagen. Im Sinne Hübners dürften demnach die Banken "mit Geldern, welche jeden Augenblick zurückgefordert werden können, nur solche Geschäfte machen, aus welchen sie das Geld jeden Augenblick wieder herauszuziehen"[1] vermögen. Hieraus würde sich die Konsequenz ergeben, daß das aus einer täglich fälligen Einlage stammende Geld auch nur mit täglicher Fälligkeit ausgeliehen werden darf. Die Folge wäre, daß ein Überangebot an täglich fälligen Geldern entstünde, weil die Industrie- und Handelsunternehmungen überwiegend Mittel für längere Fristen benötigen. Dieses Problem ist in vielen Ländern aktuell, weil wegen der hohen Liquiditätspräferenz und der Risikoscheu der Sparer das Einlagensparen dem Wertpapiersparen vorgezogen wird, während sich der Kreditbedarf der Unternehmungen immer stärker zum langfristigen Kredit verlagert, so daß die Transformationsfunktion von den Kapitalsammelstellen wahrgenommen werden muß.

Für die Bankleitung ist jedoch nicht die formelle, sondern die materielle Fristigkeit der Einlagen von Bedeutung. Formelle und materielle Fristigkeit der Einlagen stimmen deshalb i.d.R. nicht überein, weil

---

2 Die Aufteilung der gesamten Ersparnis der privaten Haushalte in der Schweiz auf die einzelnen Formen der Geldvermögensbildung ist aufgrund fehlender statistischer Daten nicht möglich.

1 O. Hübner, Die Banken. Leipzig 1854, S. 28, zitiert bei L. Mülhaupt, Die Goldene Bankregel und ihre Problematik. "Der langfristige Kredit", 22. Jg. (1971), S. 36.

die Einleger zwar auch täglich fällige Gelder unterhalten, aber aus Gründen des Zahlungsverkehrs, aus Sicherheits- oder aus Spekulationsgründen nicht von ihrem Verfügungsrecht Gebrauch machen[1].

Inwieweit die aus Einlagen stammenden Gelder zur Investitionsfinanzierung über den organisierten Kapitalmarkt beitragen, läßt sich isoliert nicht sagen. Denn für die Höhe der zur Investitionsfinanzierung verfügbaren Mittel ist nicht nur die Höhe und die Überlassungsdauer bestimmter Einlagen oder des Bodensatzes irgendeiner Art von Einlagen maßgebend, sondern allein die Höhe und die erwartete Konstanz der Überschußkasse[2]. Sicher ist, daß die Menge und die Überlassungsdauer von Einlagen die Höhe und die Konstanz der Überschußkasse beeinflussen, denn sie sind wichtige Komponenten der Überschußkasse, aber sie sind nicht die einzigen Faktoren. Der Begriff der Überschußkasse beruht auf allen Zahlungen einer Bank, während goldene Bankregel und Bodensatztheorie nur auf einen Teil der Zahlungen abstellen.

Wird das Sparen auf Sparkonten mit dem Kontensparen gleichgesetzt[3], dann ist das Kontensparen in der Schweiz am ausgeprägtesten (Abbildung III). So war 1971 der Spareinlagenbestand je Kopf der Bevölkerung in der Schweiz mit 2829 $ größer als in der BRD mit 1241 $ und den Vereinigten Staaten mit 2540 $[4].

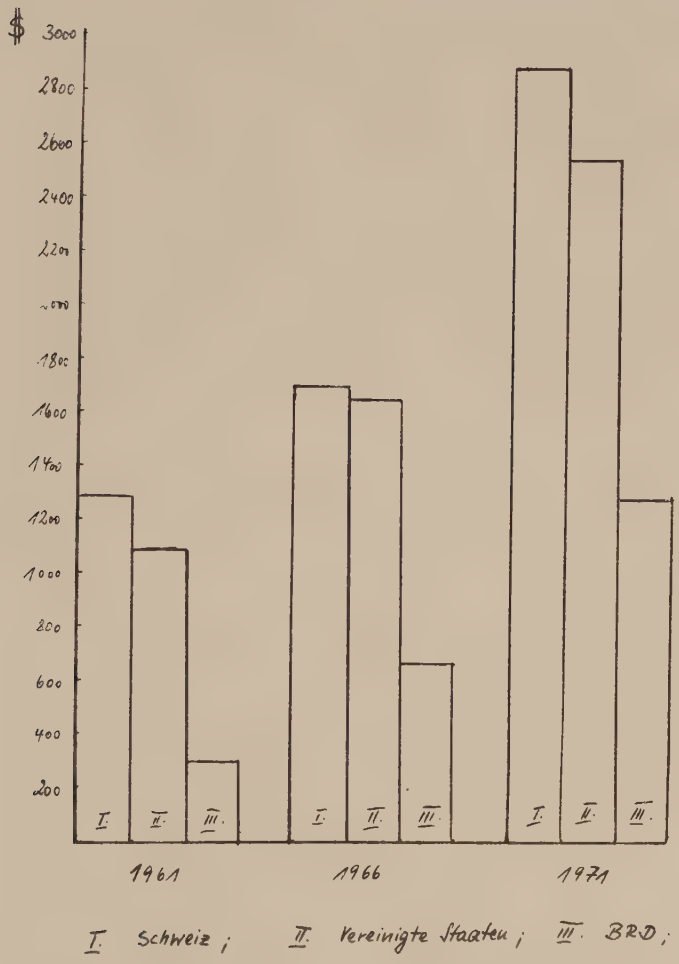
1 Vgl. L. Mülhaupt, Die Goldene Bankregel und ihre Problematik, a.a.O., S. 36.

2 Vgl. ebenda

3 Vgl. W. Strauß, a.a.O., S. 42.

4 Vgl. o.V., Erstaunliche Zahlen über das Sparen. "Finanz-Bulletin", Mai 1972, S. 4; o.V., Spartätigkeit in der Welt. Kundendienst für den Außenhandel. Dez. 1971, S. 229; J.M. Clerc, Das Banksparen im internationalen Vergleich."Wirtschaftsrevue", Okt. 1972, S. 27 ff; K.Völk, a.a.O., S. 39 ff.

Abb. III: Die Spareinlagen pro Kopf der Bevölkerung in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten (1961, 1966, 1971 in US-$)




Quelle: J.M. Clerc, Das Banksparen im internationalen Vergleich. "Wirtschaftsrevue", Okt. 1972, S. 27 ff.

Allerdings sind die Spareinlagen in der Bundesrepublik Deutschland stärker gestiegen als in der Schweiz. Während sie sich in der Schweiz seit 1961 mehr als verdoppelt haben, stiegen sie in der BRD im genannten Zeitraum sogar um das Vierfache. Daß das Kontensparen der privaten Haushalte in der BRD überproportional zugenommen hat, ergibt sich auch daraus, daß es in den Jahren 1950-1969 mit einem durchschnittlichen jährlichen Anteil von 55,4 v.H. der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte um 10 v.H. über dem Vorkriegsniveau lag.[1] Die Erklärung hierfür dürfte u.a. in der Steigerung des verfügbaren Einkommens liegen. Eine Umfrage[2] in der BRD im Jahre 1971 ergab, daß mehr als die Hälfte der befragten privaten Haushalte bei einer Erhöhung ihres Einkommens um 10 v.H. die zusätzlichen Mittel ganz oder teilweise sparen und im Durchschnitt zwei Drittel dieser Ersparnisse bei Banken als Spareinlagen unterhalten.

Auch in den Vereinigten Staaten ist das Kontensparen die wichtigste Form der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte. Von 1950 bis 1969 entfielen auf diese Sparform durchschnittlich jährlich 46,1 v.H. der privaten Geldvermögensbildung[3].

Im Gegensatz zur Entwicklung in der BRD hat sich das Verhalten des amerikanischen Sparers und damit auch die Struktur der privaten Geldvermögensbildung erst in den fünfziger und sechziger

---

1 Vgl. Tabelle II, S. 28 dieser Arbeit. H. Osthues, a.a.O., S. 310.

2 Vgl. o.V., Sparmotive, Sparziele und Sparneigung der privaten Haushalte. "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1971, S. 137 ff.

3 Vgl. Tabelle II, S. 28 dieser Arbeit.

Jahren zugunsten liquiderer Sparformen gewandelt. Während vor dem Kriege das Schwergewicht der privaten Vermögensbildung eindeutig (rd. 50 v.H.) auf dem Wertpapiersparen lag - auf das Kontensparen entfielen nur rd. ein Drittel - hat das Kontensparen der privaten Haushalte das Wertpapiersparen inzwischen von der ersten Stelle verdrängt[1]. Für diese Entwicklung eine eindeutige Erklärung zu finden, dürfte nicht ganz leicht sein. Zum einen könnte die veränderte Sparerstruktur ("Hineinwachsen breiter Bevölkerungskreise in sparfähige Einkommensklassen"[2]), zum anderen die zunehmende Liquiditätspräferenz der amerikanischen Haushalte auf das veränderte Sparverhalten Einfluß genommen haben[3].

bb. Das Wertpapiersparen

Das Sparen in Form von Wertpapieren erfordert von den Sparern eine verringerte Liquiditätspräferenz und wegen des damit verbundenen Kursrisikos eine erhöhte Risikobereitschaft. Das in der Gefahr von Kursverlusten und Dividendenausfällen bestehende Risiko der Wertpapieranlage verliert für den Sparer umso mehr an Gewicht, je höher sein sonstiges Vermögen ist und je mehr seinem Sicherheitsbedürfnis, z.B. durch Abschluß einer Lebensversicherung Rechnung getragen wurde[4]. Die Wertpapieranlage

1 Vgl. H. Osthues, a.a.O., S. 311; G. Wohlgemuth, Ersparnisbildung, Kapitalmarkt und Unternehmensfinanzierung. "Der langfristige Kredit", 20. Jg. (1969), S. 290 ff.; W. Goldsmith, a.a.O., S. 265.

2 H. Osthues, a.a.O., S. 312.

3 Vgl. ebenda.

4 Vgl. G. Schmölders, Der Umgang mit Geld im privaten Haushalt. Beiträge zur Verhaltensforschung. Hrsg. G. Schmölders, H. 10, Berlin 1969, S. 149 f.

des privaten Sparers setzt somit i.d.R. voraus, daß der Sparer bereits in anderer Form, z.B. in Form von Spareinlagen [1] gespart hat. Je mehr das Sparguthaben wächst, desto eher erreicht es die Wertpapierreife und ist für eine teilweise Umwandlung in die Wertpapieranlage geeignet.

Die Bedeutung des Wertpapiersparens als formell und materiell langfristiges Sparen besteht darin, daß es die Finanzierung langfristiger Investitionen ermöglicht, ohne daß es den Wertpapiererwerber langfristig an das zu finanzierende Objekt bindet, und ohne daß für den Investor das Risiko der Anschlußfinanzierung entsteht. Dank der Möglichkeit des Wertpapierbesitzers, seine Wertpapiere über die Börse jederzeit zu veräußern, bleibt der Emittent von einem Wechsel des Wertpapiers von einem Anleger zum anderen unberührt, so daß ihm ein gleichbleibendes Angebot an langfristigem oder dauerhaftem Kapital zur Verfügung steht. Denn weder ihm noch dem Kapitalmarkt wird durch den Besitzwechsel von Wertpapieren Sparkapital entzogen.

Ähnlich wie beim Kontensparen wird die Entwicklung des Wertpapiersparens der privaten Haushalte in den einzelnen Ländern in der letzten Zeit stärker als in früheren Jahren dadurch beeinflußt, daß die privaten Sparer angesichts der fortschreitenden Geldentwertung zinsbewußter geworden sind[2]. Unter den einzelnen Formen der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte sind zwar die Geldanlagen bei Ban-

---

1 Vgl. H. Geiger, Sparprozeß und Kapitalmärkte in der EWG. "Sparkasse", 84. Jg. (1967), S. 204.

2 Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 22. Jg. (1970), Nr. 5, S. 20; Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1969, S. 69; Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1970, S. 58.

ken auch weiterhin die wichtigsten, jedoch steht dem in einzelnen Ländern (BRD, Schweiz) im ganzen relativ schwachen Zugang an längerfristigen Sparmitteln privater Haushalte bei Banken eine erheblich verstärkte Nachfrage nach Wertpapieren gegenüber.

Während in der BRD der Anteil des Kontensparens der privaten Haushalte an der gesamten Geldvermögensbildung im Zeitraum von 1960-1969 gegenüber den fünfziger Jahren tendenziell zurückgegangen ist, stieg demgegenüber der Anteil der Wertpapieranlagen von 10,1 v.H. (1950-1959) der gesamten Geldvermögensbildung auf 17,9 v.H. (1960-1969) an [1]. Allein im Jahre 1970 sind in der BRD von privaten Haushalten rd. 9,2 Mrd. DM Rentenwerte und rd. 1,7 Mrd. DM Aktien erworben worden, zusammen etwa das Vierfache des Jahres 1960[2]. Damit ist der Anteil der privaten Haushalte am gesamten Wertpapiererwerb von rd. 24,0 v.H. im Jahre 1960 auf rd. 61,8(1970) v.H. gestiegen. Im Durchschnitt der Jahre 1960-1970 haben die privaten Haushalte 30, 7 v.H. der in diesem Zeitraum emittierten Aktien und 30,3 v.H.[3] der festverzinslichen Wertpapiere erworben. Neben den Kreditinstituten waren sie somit die stärkste Kapitalanbietergruppe. Da die Nachfrage der übrigen Sektoren nach Wertpapieren im Zeitablauf zum Teil stark zurückging, erwiesen sich die privaten Haushalte als das "Rückgrat des Marktes"[4]. Angesichts ihres hohen und wachsenden Anteils an der Geldver-

---

1 Vgl. Tabelle II, S. 28 dieser Arbeit.

2 Vgl. Tabelle III, S. 36 dieser Arbeit.

3 Vgl. Abbildung IV, S. 36 dieser Arbeit.

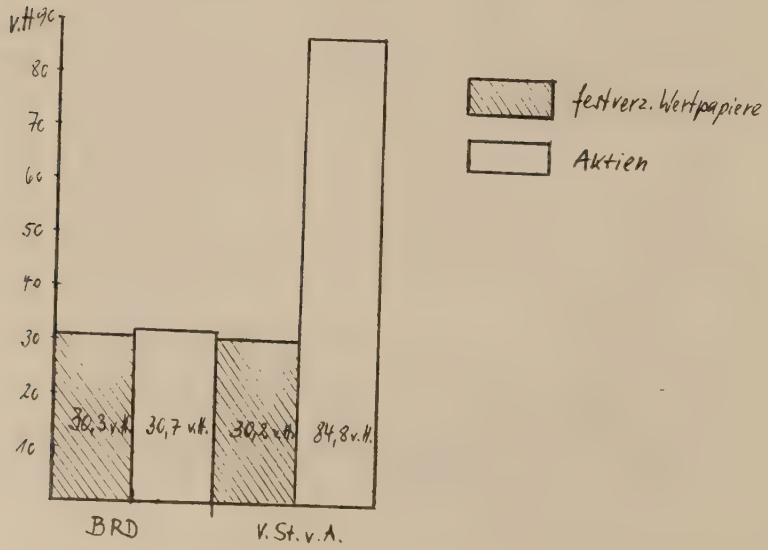
4 Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1966, S. 57; L. Mülhaupt, Strukturwandlungen im westdeutschen Bankwesen, a.a.O., S. 104.

Tab. III: Die Anteile der privaten Haushalte in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika am gesamten Wertpapiererwerb (1960 und 1970)

| | B R D | | | | Vereinigte Staaten von Amerika | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Festverz. Wertpapiere | | Aktien | | Festverz. Wertpapiere | | Aktien | |
| | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. |
| 1960 | 1,09 | 24,0 | 1,43 | 26,8 | 110,5 | 32,0 | 394,2 | 87,5 |
| 1970 | 9,27 | 61,8 | 1,66 | 24,1 | 174,1 | 29,6 | 747,7 | 82,1 |

Quelle: Errechnet aus den Tabellen IV, V, VI, VII, VIII, IX im Anhang.

Abb. IV: Der durchschnittliche Anteil der privaten Haushalte am gesamten Wertpapiererwerb in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika von 1960-1970




Quelle: Zusammengestellt aus den Tabellen III, VI, VII, VIII, IX im Anhang.

mögensbildung läßt das große Interesse der privaten Haushalte am Erwerb von Wertpapieren darauf schließen, "daß hier ein von den Emissionsinstituten bei weitem noch nicht ausgeschöpftes Käuferpotential zur Verfügung steht, das jedoch für eine langfristige Geldanlage nur dann gewonnen werden kann, wenn starke Kursausschläge ebenso verhindert werden wie ein weiterer erheblicher Geldwertschwund"[1].

Auch in der Schweiz hat das Wertpapiersparen der privaten Haushalte einen starken Aufschwung genommen. So ist z.B. der Anteil der Sparschuldverschreibungen (bons de caisse) an der Geldvermögensbildung von durchschnittlich jährlich 18,7 v.H. (1960-1964) auf 25 v.H. (1969) angestiegen[2]. Demgegenüber ist der entsprechende Anteil der risikobehafteten Aktienanlage im Zeitablauf gleichgeblieben bzw. zurückgegangen[3].

Im Gegensatz zur Entwicklung in der BRD und der Schweiz ist das Wertpapiersparen der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten zurückgegangen. Betrug der Anteil des Wertpapiersparens an der gesamten privaten Geldvermögensbildung in den fünfziger Jahren noch rd. 2o v.H., so ist er in den folgenden Jahren (1959-1968) auf 11 v.H. gesunken[4]. Der Anteil der von den privaten Haushalten gehaltenen Aktien am gesamten Aktienumlauf ging von 1960-1970 um 5,4 v.H. zurück. Bei festverzinslichen Wert-

---

1 L. Mülhaupt, Strukturwandlungen im westdeutschen Bankwesen, a.a.O., S. 104.

2 Vgl. Tabelle XII im Anhang.

3 Vgl. E. Leemann, Das Sparen und die Sparformen in der Schweiz, 1968, S. 31 ff.

4 Vgl. Tabelle II, S. 28 dieser Arbeit.

papieren sank der entscheidende Anteil im gleichen Zeitraum von 32 v.H. auf 29 v.H. [1]. Eine leicht gegenläufige Entwicklung bei Investmentzertifikaten konnte diese rückläufige Tendenz nicht wettmachen, so daß der Anteil des gesamten Wertpapiersparens an der privaten Geldvermögensbildung von 1950-1968 auf durchschnittlich jährlich 15 v.H. zurückfiel[2]. Trotz des Rückgangs der Wertpapieranlagen waren die privaten Haushalte im Untersuchungszeitraum sowohl am Aktien- als auch am Rentenmarkt die stärkste Käufergruppe[3].

cc. Das Sparen bei Lebensversicherungen und Pensionsfonds

Das Versicherungssparen umfaßt die bei Kapitalsammelstellen außerhalb des Bankensystems angelegten Sparbeträge des privaten Sparers[4] und steht von der Zweckbestimmung her mit zahlreichen anderen Sparformen in Konkurrenz. Im einzelnen handelt es sich um das kontraktbestimmte Sparen bei Lebensversicherungen sowie bei privaten Pensionsfonds.[5]

Im Rahmen der gesamten Nettoersparnis nimmt das Versicherungssparen in den einzelnen Ländern eine bedeutende, wenn auch unterschiedliche Stellung ein. Besonders hoch ist der Beitrag der Versicherungsgesellschaften zur Ersparnisbildung in den Vereinigten Staaten, was vor allem auf die große

---

1 Vgl. Tabelle III, S. 36 dieser Arbeit.

2 Vgl. Tabelle II, S. 28 dieser Arbeit.

3 Vgl. Abbildung V , S. 76 dieser Arbeit.

4 Vgl. R. Henkel, Der Markt der Lebensversicherung. "Arbeit und Sozialpolitik", 25. Jg. (1971), S. 81.

5 Zum Sparen bei den Sozialversicherungsträgern siehe S. 45 ff. dieser Arbeit.

Bedeutung der Pensionsfonds zurückzuführen ist. Erheblich niedriger ist der entsprechende Anteil in der Schweiz und in der BRD[1].

Tab. IV: Der Anteil des Versicherungssparens an der gesamten Nettoersparnis in der BRD, der Schweiz und in den Vereinigten Staaten 1960-1968 in v.H.

| | 1960 | 1962 | 1964 | 1966 | 1968 | Mittel 1960/68 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| BRD | 4,8 | 5,5 | 5,6 | 6,7 | 6,8 | 6,1 |
| Schweiz | 7,7 | 8,9 | 7,5 | 7,8 | 8,9 | 8,1 |
| Vereinigte Staaten von Amerika | 13,7 | 14,1 | 14,8 | 11,8 | 14,8 | 14,8 |

Quelle: o.V., Banksparen und Lebensversicherungssparen im internationalen Vergleich, a.a.O.

Der Anteil des Versicherungssparens an der Gesamtersparnis der privaten Haushalte[2] ist zwar in allen untersuchten Ländern geringer als der des Kontensparens, jedoch spielt das Versicherungssparen im Rahmen der privaten Geldvermögensbildung eine wichtige Rolle[3].

1 Vgl. Tabelle IV, S. 39 dieser Arbeit.

2 Vgl. Tabelle V, S. 40 dieser Arbeit.

3 Vgl. o.V., Banksparen und Lebensversicherungssparen im internationalen Vergleich. "Sigma", Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft, Zürich, Februar 1970, S. 2 ff.; o.V., Die Entwicklung des Sparens im internationalen Vergleich, a.a.O., S. 10 f.

Tab. V: Der Anteil des Versicherungssparens an der Gesamtersparnis der privaten Haushalte in der BRD, der Schweiz und in den Vereinigten Staaten 1960-1968 in v.H.

| | 1960 | 1962 | 1964 | 1966 | 1968 | Mittel 1960/68 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| BRD | 9,9 | 11,7 | 10,9 | 12,2 | 10,9 | 11,3 |
| Schweiz | 22,0 | 22,9 | 15,0 | 14,4 | 17,1 | 17,5 |
| Vereinigte Staaten von Amerika | 34,8 | 30,0 | 31,9 | 26,4 | 28,1 | 31,5 |

Quelle: o.V., Das Banksparen und Lebensversicherungssparen im internationalen Vergleich, a.a.O.

Mit rd. 39 v.H. (1950-1968) der privaten Geldvermögensbildung rangiert das Versicherungssparen in den Vereinigten Staaten von Amerika erheblich vor dem Wertpapiersparen der privaten Haushalte[1] und ist die nach dem Kontensparen wichtigste Form der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte. Allerdings ist sein Anteil in den Vereinigten Staaten ebenso rückläufig wie in der Schweiz[2]. Während er 1950-1958 noch durchschnittlich 41,1 v.H. der privaten Geldvermögensbildung ausmachte, sank er von 1959-1968 auf 37,0 v.H..

In der BRD ist der Anteil des Versicherungssparens an der privaten Geldvermögensbildung mit durchschnittlich 19,4 v.H. (1950-1969) weitaus niedriger. Auch ist nicht damit zu rechnen, daß das Versicherungssparen in absehbarer Zukunft die Bedeutung er-

1 Vgl. Tabelle II, S.28 dieser Arbeit.

2 Vgl. o.V., Die Entwicklung des Sparens im internationalen Vergleich, a.a.O., S. 14.

langt wie in den Vereinigten Staaten und der Schweiz, weil die Erweiterung der gesetzlichen Versicherungspflicht in der Bundesrepublik den Spielraum für die freiwillige Geldvermögensbildung weiter einschränken dürfte [1].

Außer einer Anlage in Immobilien[2] oder am Geldmarkt bietet sich den Versicherungsgesellschaften die Anlage am Kapitalmarkt an. Dabei kommt den Lebensversicherungen und Pensionskassen grössere Bedeutung zu als den Sachversicherungen, weil erstere in der Lage sind, ihren Geldbedarf für die Erfüllung ihrer Leistungsverpflichtungen aus den eingehenden Prämien zu decken. Lebensversicherungen und Pensionskassen können somit ihr Kapital primär langfristig anlegen. Wegen der Stetigkeit ihres Kapitalangebots, die auf einem von Konjunkturschwankungen weitgehend unabhängigen, weil kontraktbestimmten Mittelzufluß beruht, ist die Versicherungswirtschaft zum stabilisierenden Faktor des Kapitalmarktes geworden[3].

1 Vgl. W.A. Prautzsch, Die Struktur der Nachfrage von Wirtschaftsunternehmen und privaten Haushalten nach finanziellem Vermögen in der Bundesrepublik Deutschland. Schriften des Instituts für das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Hrsg. F. Voigt, Bd. 54, Berlin 1971, S. 60.

2 Grundstücke kommen für die Kapitalanlage nur in begrenztem Ausmaße in Betracht, weil eine verstärkte Anlage in Grundstücken gegen das Prinzip der kongruenten Deckung verstoßen kann und weil der Kauf von Grundstücken zu einer versicherungsfremden Tätigkeit führen kann (z.B. Verpflichtung auf dem Wohnungsmarkt). Vgl. H.H. Becker, Das Kapitalanlageprogramm privater Lebensversicherungsunternehmen als Problem der Anpassung. Münsteraner Diss., 1973, unveröffentlicht, S. 188.

3 Vgl. P. Steinheim-Fritzsche, Das Versicherungswesen der Schweiz. Eine Gesamtschau. Bd. 1, Veröffentlichungen des Versicherungs-Wirtschaftlichen Seminars an der Handelshochschule St. Gallen, Zürich 1961/62, S. 274 ff.; Art. Versicherung und Kapitalmarkt (L. Arps), Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen. 3. red. Aufl., Frankfurt a.M., Bd. II, 1967/68, S. 1744.

Die Anlage von Versicherungsgeldern am Kapitalmarkt unterliegt in allen drei Ländern der gesetzlichen Regelung[1]. Den Lebensversicherungsgesellschaften in der BRD ist es z.B. nicht erlaubt, mehr als 10 v.H. der jährlich zur Neuanlage verfügbaren Mittel in Aktien anzulegen[2]. Wegen des damit verbundenen Kursrisikos haben die Gesellschaften von dieser Möglichkeit sogar nur zögernd Gebrauch gemacht. So betrug der Anteil der Aktien an den gesamten Vermögensanlagen der Lebensversicherungsgesellschaften der BRD im Jahre 1971 nur 5,5 v.H., während sich der entsprechende Anteil der festverzinslichen Wertpapiere auf 14,2 v.H. belief. Die geringe Bedeutung der Wertpapieranlage für die Lebensversicherungsgesellschaften

Tab. VI: Die Anlagen der Lebensversicherungsgesellschaften in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten im Jahre 1971 in v.H.

| | Aktien | festverzinsliche Wertpap. | Hypotheken | Grundbesitz | Sonst. Vermögensanlagen[3] |
|---|---|---|---|---|---|
| USA | 9,3 | 40,6 | 34,0 | 3,1 | 13,0 |
| BRD | 5,5 | 14,2 | 27,6 | 13,2 | 39,5 |
| Schweiz | 1,0 | 21,3 | 39,5 | 20,5 | 17,7 |

Quelle: Die Deutsche Lebensversicherung, Jahrbuch 1973, Hrsg. Verband der Lebensversicherungsunternehmen e.V., Bonn 1973, S. 60 f.

1 Vgl. W. Heubaum, Die Kapitalanlagevorschriften und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt. Kölner Diss., 1959, S. 27 ff.

2 Vgl. H. Gerhardt, Die Versicherungen am Kapitalmarkt, 1971, S. 4.

3 Zu den sonstigen Vermögensanlagen zählen Schuldscheindarlehen und Ausgleichsforderungen.

kommt auch darin zum Ausdruck, daß sie am Gesamtabsatz von Renten- und Dividendenwerten der Jahre 1960-1970 mit nur durchschnittlich rd. 11 v.H. bzw. 8 v.H.[1] beteiligt waren. Demgegenüber konzentriert sich ihre Anlagepolitik in erster Linie auf Schuldschein- und Hypothekendarlehen[2].

Wegen der staatlichen Vorschriften ist auch die Anlagestruktur der schweizerischen Lebensversicherungen am Kapitalmarkt im wesentlichen vorgegeben. So sind die Lebensversicherungsgesellschaften gesetzlich verpflichtet, eine besondere Liquiditätsreserve zu bilden, damit die Ansprüche aus den Versicherungsverträgen gesichert sind[3]. Da diese Reserve nur bis zu 5 v.H. Aktien enthalten darf, besteht sie fast ausschließlich aus mündelsicheren Werten. Für eine Aktienanlage kommen außerdem nur Aktien von als solide bekannten schweizerischen Unternehmungen[4] in Betracht. Wegen dieser Anlagevorschriften machten die Wertpapieranlagen der schweizerischen Lebensversicherungen im Jahre 1971 nur 22,3 v.H. der gesamten Vermögensanlagen aus[5]. Auch ihre Anlagepolitik konzentriert sich primär auf Hypotheken-, Schuldscheindarlehen und Grundbesitz.

In den Vereinigten Staaten von Amerika dürfen nur 10 v.H. der Vermögensanlagen aus Aktien bestehen. Aber auch dieser Anteil wurde nicht ausgenutzt (1971: 9,3 v.H.)[6], entsprechend gering ist

1 Vgl. Tabelle IV, V im Anhang.

2 Vgl. Tabelle VI in "Sonstige Vermögensanlagen" enthalten.

3 Vgl. OECD, Switzerland, Capital Markets Study, III, a.a.O., S. 545.

4 Vgl. Ch. Gasser und W. Meyer, a.a.O.; S. 87; vgl. auch OECD, Switzerland, Capital Markets Study, III, a.a.O., S. 560.

5 Vgl. Tabelle VI, S. 42 dieser Arbeit.

6 Vgl. Tabelle VI, S. 42 dieser Arbeit.

der Anteil der Lebensversicherungen am Erwerb von Aktien; von 1960-1970[1] beträgt er durchschnittlich 1,3 v.H.. Für Lebens-, Sachversicherungen und private Pensionsfonds zusammen belief sich der entsprechende Anteil auf 8,7 v.H.. Der größte Teil der Vermögensanlagen der amerikanischen Lebensversicherungsgesellschaften entfällt mit 40,6 v.H. (1971) auf festverzinsliche Wertpapiere und liegt damit erheblich über dem entsprechenden Anteil in der BRD und der Schweiz[2].

Im Jahrzehnt von 1960-1970 waren die Lebensversicherungsgesellschaften in den Vereinigten Staaten mit durchschnittlich 51,3 v.H.[3] die wichtigsten Käufer festverzinslicher Wertpapiere. 45,4 v.H. ihrer Aktiva bestanden allein aus Industrieobligationen. Die Vorliebe der Lebensversicherungsgesellschaften für hochverzinsliche Industrieobligationen ist auf deren starke steuerliche Privilegierung zurückzuführen[4].

Die amerikanischen Versicherungsgesellschaften haben weit stärker als die europäischen Gesellschaften dazu beigetragen, daß dem angesichts des raschen technischen Fortschritts und zunehmender Infrastrukturinvestitionen hohen Kapitalbedarf ein

---

1 Vgl. Tabelle IX im Anhang.

2 Vgl. Tabelle VI, S. 42 dieser Arbeit.

3 Vgl. Tabellen VI, VII, VIII, IX im Anhang.

4 Vgl. D.H. Brill, A.P. Ulrey, The Role of Financial Intermediaries in U.S. Capital Markets. "Federal Reserve Bulletin", Vol. 53 (1967), No. 1, S. 22 f.; O.H. Hart, Life Insurance Companies, and the Equity Capital Markets. "Journal of Finance", Vol. XX (1965), S. 358 ff.; R. Nowak, a.a.O., S. 159; E.G. Keith, The Impact of Federal Taxation on the Flow of Personal Savings through Investment Intermediaries. "Private Financial Institutions", Englewood Cliffs, N.J., 1963, S. 427 ff.

entsprechend hohes Angebot am organisierten Kapitalmarkt (Wertpapiermarkt) gegenübersteht.

### 3. Das Kapitalangebot der Sozialversicherungen und der Pensionsfonds

Die Ersparnis des Staates umfaßt die Differenz zwischen den laufenden Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Hand sowie dem Vermögenszuwachs der staatlichen Sozialversicherungen[1]. Der Vermögenszuwachs bei den Sozialversicherungen ist nicht auf freiwillige Entschlüsse des Sparers zurückzuführen, sondern vollzieht sich "im Rahmen der Finanzwirtschaft der öffentlichen Körperschaften im Wege obrigkeitlichen Zwanges"[2]. Da diese Ersparnis von der Sparwilligkeit des Sparers unabhängig ist, könnte sie gegenüber der freiwilligen Kapitalbildung Vorteile haben. Dem ist jedoch entgegenzuhalten, daß durch Zwangssparen kaum eine höhere gesamtwirtschaftliche Kapitalbildung zu erreichen ist. Im allgemeinen wird die freiwillige Kapitalbildung durch Zwangssparen sogar erheblich geschwächt, weil an die Stelle der freiwilligen Kapitalbildung die erzwungene tritt.

Außer der staatlichen Sozialversicherung zählen zu den "Altersvorsorge-Einrichtungen"[3] die von privaten und öffentlichen Stellen eingerichteten Zusatz-

1 Vgl. A. Stobbe, Volkswirtschaftliches Rechnungswesen. Heidelberger Taschenbücher, Bd. 14, Berlin, Heidelberg, New York 1966, S. 122; o.V., Die Entwicklung des Sparens im internationalen Vergleich, a.a.O., S. 2; United Nations, Yearbook of National Accounts Statistics 1969, Vol. I./II. Individual Country Data, International Tables, New York 1970.

2 W. Röpke, Die Theorie der Kapitalbildung. Tübingen 1929, S. 12 f.

3 Vgl. o.V., Die Bedeutung der institutionellen Altersvorsorge für die Kapitalbildung in der BRD und in einigen ausländischen Staaten. "Monatsberichte der Deutschen Bundesbank", 21. Jg. (1969), Nr. 8, S. 20.

versorgungssysteme in Form von Pensionsfonds bzw. Pensionskassen. Diese individuellen oder gemeinschaftlichen, privaten oder öffentlichen Pensionseinrichtungen, zu denen Arbeitgeber und Arbeitnehmer zusätzlich zur Altersversorgung der staatlichen Sozialversicherungssysteme Beiträge leisten können, konnten in den letzten Jahren in allen untersuchten Ländern einen Großteil der Ersparnis an sich ziehen[1].

a. Die Bedeutung der Sozialversicherungen und der privaten und öffentlichen Pensionseinrichtungen für die Kapitalbildung und ihre Wirkungen auf das Kapitalangebot

Dem Sparen bei den Sozialversicherungen[2] und den privaten und öffentlichen Pensionseinrichtungen[3] kommt in der Bundesrepublik sowohl im Verhältnis zur gesamtwirtschaftlichen Nettoersparnis als auch zum Volkseinkommen eine weit geringere Bedeutung zu als in den Vereinigten Staaten und der Schweiz[4]. Zur gesamtwirtschaftlichen Nettoersparnis haben die Sozialversicherungen und Pensionseinrichtungen insgesamt in der Bundesrepublik im Durchschnitt der Jahre 1961-1968 mit 6 v.H.[5] beigetragen. Die gesetzlichen

1 Die Statistiken über das Versicherungssparen enthalten gleichzeitig die Sparanteile, die den Pensionseinrichtungen zufließen.

2 Wichtige Zweige der Sozialversicherung in der BRD sind die Renten-, Kranken-, Arbeitslosen- und die Unfallversicherung.

3 Zu den privaten und öffentlichen Pensionseinrichtungen zählen in der BRD die Pensionskassen, Unterstützungskassen, Direktversicherungen und Pensionsrückstellungen.

4 Die Gründe hierfür werden ausführlich dargestellt auf S. 54 ff.

5 Vgl. Tabelle VII, S. 48.

Rentenversicherungen sind hieran nur mit einem Prozent beteiligt. Das Schwergewicht der Ersparnisbildung lag mit rd. 5 v.H. bei der Zusatzversorgung im privaten und öffentlichen Sektor. Dieser in der Bundesrepublik[1] im Vergleich zur Schweiz und den Vereinigten Staaten relativ niedrige Anteil hängt mit dem hohen Leistungsniveau der deutschen gesetzlichen Rentenversicherungen[2] zusammen, das gegenwärtig von keiner der entsprechenden Einrichtungen der beiden anderen Länder erreicht wird. Dazu kommt, daß die Arbeitgeber in der BRD für die Zukunftssicherung ihrer Angestellten im allgemeinen Pensionsrückstellungen bilden und nicht, wie es in den Vereinigten Staaten von Amerika und in der Schweiz üblich ist, die Alterssicherung ausgegliederten öffentlichen oder privaten Pensionsfonds übertragen[3].

---

1 Im Durchschnitt der Jahre 1961-1968 war der Anteil der Ersparnisbildung der Sozialversicherungen und Pensionsfonds in der Schweiz und in den Vereinigten Staaten an der Gesamtersparnis rd. dreimal so hoch wie in der BRD. Vgl. Tabelle VII, S. 48 dieser Arbeit.

2 Da die Sozialversicherungssysteme in den einzelnen Ländern in ihren Auswirkungen auf das Angebot am Kapitalmarkt erheblich untereinander differieren, werden sie im Hinblick auf eine wirksame Unterstützung des Kapitalangebots im nächsten Abschnitt näher erläutert; vgl. S. 57 ff.

3 Vgl. J.F. Karsten, Pensionspläne amerikanischer Gesellschaften. "WPg", 13. Jg. (1960), S. 128 ff. Zwar bestehen in der BRD ebenfalls Pensionskassen und Unterstützungskassen, jedoch ist die Bildung von Pensionsrückstellungen vorherrschend. Vgl. Europäische Arbeitsgemeinschaft für Wertpapieranalysen, Pensionskassen in Europa. Bd. 2, Bericht über eine internationale Tagung in Bad Homburg im Oktober 1966, S. 57 ff.; H.J. Panten, Arbeitnehmer und Aktiensparen, 1968, S. 18.

Tab. VII: Die gesetzliche Alterssicherung und die Zusatzversorgung im privaten und öffentlichen Bereich in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1961-1968 in Mrd. der Landeswährung

| | B R D<br>Mrd.DM | Schweiz<br>Mrd.sfr | Vereinigte Staaten von Amerika<br>Mrd. $ |
|---|---|---|---|
| Vermögensanlagen am Ende des Zeitraums: | | | |
| 1. Gesetzl. Alterssicherung | 24 | 8 | 49 |
| 2. Zusatzversorgung im privaten und öffentlichen Bereich | 51 | 22 | 145 |
| Zuwachs der Anlagen im Jahresdurchschnitt: | | | |
| 1. Gesetzl. Alterssicherung | 0,9 | 0,3 | 1,8 |
| 2. Zusatzversorgung im privaten und öffentlichen Bereich | 3,3 | 1,6 | 10,4 |
| in v.H. der gesamtwirtschaftlichen Nettoersparnis: | | | |
| 1. Gesetzl. Alterssicherung | 1 | 4 | 3 |
| 2. Zusatzversorgung im privaten und öffentlichen Bereich | 5 | 16 | 18 |

Quelle: o.V., Die Bedeutung der institutionellen Altersvorsorge für die Kapitalbildung in der BRD und in einigen ausländischen Staaten. "Monatsberichte der Deutschen Bundesbank", 21. Jg. (1969), Nr. 8, S. 20 ff.

Auch im Vergleich zum Volkseinkommen hat das Sparen bei Sozialversicherungen und Pensionsfonds in der Bundesrepublik nur eine geringe Bedeutung, was sich großenteils aus den Verschiedenheiten in den Altersicherungssystemen der einzelnen Länder erklärt[1]. Zum Ende der sechziger Jahre sind weniger als 2 v.H., im Durchschnitt der Jahre 1961-1968 reichlich 2 v.H. des Volkseinkommens für die gesetzliche Alterssicherung verwendet worden[2]. Die Vergleichszahlen betrugen Ende der sechziger Jahre sowie im Durchschnitt der Jahre 1961-1968 für die Schweiz 6 v.H., für die Vereinigten Staaten 3,5 v.H. bzw. 4 v.H.. Der Abstand der Bundesrepublik zu den Vereinigten Staaten ist nicht ganz so groß wie beim Anteil dieser Sparform an der gesamtwirtschaftlichen Nettoersparnis, denn letztere ist in den Vereinigten Staaten gemessen am Volkseinkommen geringer[3]. Ein niedriger Anteil der Ersparnisbildung bei Sozialversicherungen und Pensionsfonds muß nicht notwendigerweise mit einer geringen gesamtwirtschaftlichen Sparquote einhergehen, ebenso wie umgekehrt eine hohe Ersparnisbildung bei diesen Sektoren allein noch keine hohe gesamtwirtschaftliche Ersparnis sichert[4]. So liegt in der Bundesrepublik und der Schweiz die gesamtwirtschaftliche Sparquote über der der Vereinigten Staaten von Amerika. Innerhalb der relativ geringen Gesamtersparnis spielt aber das Sparen bei Sozialversicherungen und Pensionsfonds in den Vereinigten Staaten die vergleichsweise größte Rolle.

---

1 Vgl. ausführlich hierzu S.57ffdieser Arbeit.

2 Vgl. o.V., Die Bedeutung der institutionellen Altersvorsorge für die Kapitalbildung in der BRD und in einigen ausländischen Staaten, a.a.O., S. 22.

3 Vgl. ebenda, S. 21.

4 Vgl. Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1966, S. 23.

Wegen der geringen Ersparnisbildung dieser Sektoren in der BRD ist ihr Angebot am Kapitalmarkt relativ unbedeutend[1]. Darüber hinaus wird das Angebot durch Anlagevorschriften[2] in bestimmte Richtungen gelenkt. So sind z.B. den Sozialversicherungen nur Anlagen erlaubt, die dem öffentlichen Interesse dienen. Die Mithilfe bei der Finanzierung privater Investitionen durch den Erwerb von Aktien und Industrieobligationen ist somit weitgehend unmöglich. Daß die Sozialversicherungen auch am Rentenmarkt bedeutungslos sind, zeigt ihr geringer durchschnittlicher Anteil am Gesamterwerb festverzinslicher Wertpapiere im Zeitraum von 1960-1970 von 5,0 v.H.[3].

---

1 Vgl. M. Overhaus, Die Entwicklung des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland seit 1958. Kieler Studien, Forschungsberichte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Hrsg. H. Giersch, Bd. 103, Tübingen 1969, S. 53 ff.

2 Vgl. G. Jaeger, Entwicklung der sekundären Finanzierungsinstitute in der Bundesrepublik Deutschland und ihre Bedeutung für die Zentralbankpolitik. Kieler Studien, Forschungsberichte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Bd. 89, Hrsg. E. Schneider, Tübingen 1968, S. 164 ff.

3 Die öffentlichen Zusatzversorgungseinrichtungen sind im Sektor Sozialversicherungen mit eingeschlossen. Ihr Anteil am Gesamterwerb der Wertpapiere läßt sich deshalb ebenso wenig aufschlüsseln wie der der privaten Zusatzversorgungseinrichtungen. Letztere zählen zum Sektor Versicherungen. Vgl. Tabelle IV im Anhang.

Trotz ihres verstärkten Wertpapierkaufs im Jahre 1970 werden sie auch in Zukunft für den Rentenmarkt von geringer Bedeutung sein, weil ihre Anlagepolitik durch das Dritte Rentenversicherungs-Änderungsgesetz[1] auf eine stärkere Berücksichtigung liquider Vermögenswerte festgelegt wurde.

In der Schweiz sind von den "Altersvorsorge-Einrichtungen" die Sozialversicherungen als Geldgeber am Kapitalmarkt ebenfalls relativ unbedeutend, weil die öffentliche Sozialversicherung[2] nur noch eine untergeordnete Rolle spielt[3]. Zu Anfang der fünfziger Jahre zählte sie vorübergehend zu den wichtigsten Sparquellen der Schweiz. In der Folgezeit ist ihre Bedeutung wegen der sich immer stärker ausbreitenden privaten und öffentlichen Pensionskassen[4] erheblich zurückgegangen.

Während die schweizerische Sozialversicherung hauptsächlich bei Kantonen und Gemeinden investiert sowie Darlehen an Pfandbriefinstitute und Kantonalbanken gewährt, legen die schweizerischen Pensionskassen ihr Kapital vor allem in

1 Vgl. Drittes Rentenversicherungs-Änderungsgesetz vom 28.7.1969, BGBl., S. 956; im Dritten Rentenversicherungs-Änderungsgesetz wurden neue Regelungen getroffen, die primär auf die Sicherung der Zahlungsfähigkeit der Versicherungsträger abzielen. Es wurden gesetzliche Vorschriften formuliert, welche die Versicherungsträger zu einer liquiden Anlage ihrer Mittel in einer bestimmten Mindesthöhe verpflichten. Danach haben sie außer den Betriebsmitteln, die bis zur Höhe einer Monatsausgabe betragen können, noch eine Liquiditätsreserve in bestimmter Höhe zu unterhalten. Solange die Liquiditätsreserve diese Höhe nicht erreicht, dürfen keine Rücklagemittel längerfristig angelegt werden. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 24. Jg. (1972), Nr. 11, S. 16 ff.

2 Die wichtigsten Träger der schweizerischen Sozialversicherung sind der Ausgleichsfonds der Eidgenössischen Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV) und die Schweizerische Unfallversicherungsanstalt (SUVA). Vgl. o.V., Die Altersvorsorge in der Schweiz. "Schweizerischer Bankverein, Bulletin", Nr. 5 (1971), S. 113 ff.

3 und 4 siehe folgende Seite.

in festverzinslichen Wertpapieren,an[1].Da die staatliche Altersversorgung in den Vereinigten Staaten vergleichsweise geringe Bedeutung hat[2], spielen von den amerikanischen Altersvorsorge-Einrichtungen die Pensionsfonds für das Angebot am Kapitalmarkt die größte Rolle. Die Sozialversicherungen fallen als Wertpapierkäufer aus. Zu unterscheiden sind die Pensionsfonds privater Unternehmungen (Private Non Insured Pension Plans) von den staatlichen und kommunalen Pensionsfonds[3].

Die privaten Pensionsfonds, die entweder von Lebensversicherungsgesellschaften oder von Treuhändern verwaltet werden, die das Risiko aus den Pensionszusagen übernehmen, legen ihre Überschüsse bevorzugt in Aktien an. Ihre Anlagestrategie verlagerte sich in den letzten Jahren zusehends vom Sicherheits- zum

---

3 Vgl. o.V., Vom Sparen in der Schweiz. "Schweizerische Kreditanstalt, Bulletin", 76. Jg. (1970), Juli, S. 12.

4 In der Schweiz sind die privaten und öffentlichen Pensionskassen teils als autonome Kassen, teils als Gruppenversicherung aufgebaut.

1 Vgl. P. Steinheim-Fritzsche, a.a.O., S. 10; G. Renner, Der Einfluß der AHV-Fonds auf den schweizerischen Kapitalmarkt und das volkswirtschaftliche Fondsproblem im allgemeinen. Berner rechts- und wirtschaftswissenschaftliche Abhandlungen, Heft 61, Bern 1961; Schweizerische Nationalbank, 62. Geschäftsbericht 1969. Genaue Aussagen über die Wertpapieranlagen der schweizerischen Pensionskassen sind nicht möglich, da offizielle Statistiken nicht bestehen. Aufgrund von Schätzungen konnte jedoch festgestellt werden, daß in den Portefeuilles u.a. wegen der traditionell konservativen Anlagepolitik wenig Aktien enthalten sind.

2 Vgl. J. Ponto, Strukturprobleme der Kapitalmärkte in internationaler Sicht. Schriftenreihe "Chemie und Fortschritt", 1968, H. 3, S. 11.

3 Vgl. H. Eisenmenger, Institutionelle Kapitalanleger in den USA. I. "Das Wertpapier", 1966, S. 325 ff.; P.P. Harbrecht, Pension Funds and Economic Power, New York 1959.

Wachstumsdenken[1]. Während die Vermögensanlage der betrieblichen Pensionsfonds noch in den fünfziger Jahren hauptsächlich aus Industrieobligationen und Staatsanleihen bestand und Dividendenpapiere nur eine geringe Rolle spielten, sind bis 1970 Aktien stark in den Vordergrund gerückt. Ende 1970 bestand ihr Vermögen zu rd. 60 v.H. (64,3 Mrd. $) aus Aktien und zu reichlich einem Drittel (28 Mrd. $) aus Industrieobligationen[2]. Allein im Jahre 1970 sind den Pensionsfonds mehr als 10 Mrd. $ zugeflossen; das ist ungefähr der gleiche Betrag, um den die gesamten Bankkredite in diesem Jahr angestiegen sind[3].

Die staatlichen und kommunalen Pensionsfonds wuchsen sogar noch schneller als die privaten[4].
Da die Anlagepolitik der öffentlichen Pensionsfonds vom Sicherheitsstreben geprägt ist, erstreckt sich ihre Vermögensanlage primär auf festverzinsliche Wertpapiere. Aktien spielen nur eine geringe Rolle[5]. Bis Anfang der sechziger Jahre bestand das Portefeuille der öffentlichen Pensionsfonds hauptsächlich aus Anleihen des Bundes, der Staaten und der Gemeinden[6]. Inzwischen hat, da die Anlagevorschriften weitgehend gelockert worden sind, eine Umschichtung zugunsten der hochverzinslichen Industrieobligationen stattgefunden, die 1970 rd. 56 v.H. (31,9 Mrd. $) der Vermögensanlage ausmachten.

---

1 Vgl. H.J. Dudler, Käuferstruktur und Käuferverhalten am amerikanischen Anleihemarkt. "Blätter für Genossenschaftswesen", 117. Jg. (1971), S. 107.

2 Vgl. Ch.D. Ellis, Danger ahead for pensions funds. "Harvard Business Review", Vol. 49, May/June 1971, S. 50 ff.

3 Vgl. ebenda; o.V., Pensions funds and capital markets. "Business Conditions", Federal Reserve Bank of Chicago, August 1969, S. 7 ff.

4 Vgl. Tabelle IX im Anhang.

5 Vgl. H.J. Dudler, a.a.O., S. 167.

6 Vgl. Federal Reserve Bulletin, Vol. 57, Mai 1971; Tabelle VII im Anhang.

b. Die Bestimmungsfaktoren für die Anlagepolitik der Sozialversicherungen und Pensionsfonds

aa. Kapitalanlagevorschriften und Deckungsverfahren

Einer der Gründe für die unterschiedliche Bedeutung der Sozialversicherungen und Pensionsfonds in den einzelnen Ländern als Wertpapiererwerber sind die Anlagerichtlinien der staatlichen Aufsichtsbehörden, die namentlich auf sozialpolitischen Erwägungen beruhen[1]. Die Versicherungsnehmer sollen davor geschützt werden, daß ihre Sparbeträge für spekulative Zwecke mißbraucht und dadurch die Auszahlung der Versicherungssumme gefährdet wird. Denn das angesparte Kapital der Altersvorsorge-Einrichtungen dient dazu, den Versicherungsnehmern im Alter und ihren Angehörigen im Falle des Todes des Versicherungsnehmers finanziellen Rückhalt zu gewähren. Die Anlagerichtlinien enthalten z.B. ein Verbot des Aktienerwerbs, Vorschriften über Liquidität und Rentabilität[2] der Vermögensanlage und schreiben bei der Mittelverwendung die besondere Berücksichtigung öffentlicher Interessen vor. Innerhalb des gesetzlichen Rahmens sind die Sozialversicherungen und Pensionsfonds in ihren Anlageentscheidungen frei, die sie dann unter Beachtung der öffentlichen Belange unter dem Gesichtspunkt optimaler Verzinsung treffen[3].

---

1 Vgl. K. Hax, Die Kapitalanlagepolitik der Lebensversicherungs-Unternehmen im Hinblick auf das Problem der wertbeständigen Versicherung. Beiträge zur Versicherungswirtschaft, Hrsg. H. Möller, Berlin 1955, S. 147 ff.; H.H. Becker, a.a.O., S. 189.

2 Vgl. hierzu ausführlich G. Jaeger, a.a.O., S. 164.

3 Vgl. M. Overhaus, a.a.O., S. 55.

Die Kapitalanlagevorschriften der Sozialversicherungen sowie der privaten und öffentlichen Pensionsfonds sind in der Bundesrepublik umfassender als in der Schweiz und in den Vereinigten Staaten von Amerika[1]. Die Anlagepolitik der Unterstützungskassen unterliegt keinerlei Richtlinien. Die wichtigste Vorschrift[2] für die Kapitalanlage der Altersvorsorge-Einrichtungen in der BRD gilt theoretisch nur für den Deckungsstock[3] der Sozialversicherungen und Pensionsfonds, praktisch jedoch auch für den überwiegenden Teil des sog. freien Vermögens, da sich die Sozialversicherungen und Pensionsfonds freiwillig verpflichten, auch 85 v.H. des freien Vermögens nach den Grundsätzen für das Deckungsstockverfahren anzulegen[4]. Die Grundsätze verbieten oder begrenzen beispielsweise die Anlage in gewissen Anlagekategorien (Aktien); außerdem schreiben sie Mindestanforderungen an die zu erwerbenden Werte vor.

---

1 Vgl. Europäische Arbeitsgemeinschaft für Wertpapieranalysen, Pensionskassen in Europa, Bd. 1, Bericht über eine internationale Tagung in Bad Homburg im Oktober 1966, S. 80 ff.

2 § 68 des Versicherungsaufsichtsgesetzes enthält detaillierte Bestimmungen für die Anlage des Deckungsstocks.

3 Als Deckungsstock wird die Gesamtheit der Vermögenswerte bezeichnet, die eine Versicherungsunternehmung erworben hat, um den Passivposten "Deckungsrücklage" auszugleichen. Die "Deckungsrücklage" ist versicherungsmathematisch eine Rückstellung in Höhe der Summe aller Barwerte aller kommenden Verpflichtungen minus der Summe der Barwerte aller eingehenden Nettobeiträge. Vgl. E.R. Prölss, Kommentar zum Versicherungsaufsichtsgesetz. 3. Aufl., München 1961, S. 419.

4 Vgl. H. Kadatz/K. Hebel, Die Lebensversicherung. 50 Jahre materielle Versicherungsaufsicht. Hrsg. W. Rohrbeck, Berlin 1952, S. 1 ff.; K. Hofmann/K. Schröter, Vermögensanlagen der Sozialversicherungsträger, Berlin 1961, S. 31 ff.

So ist z.B. der Erwerb von IBM-Aktien, die sich in vielen Portefeuilles amerikanischer Pensionsfonds befinden, deshalb nicht möglich, weil diese Gesellschaft in zunehmendem Maße Selbstfinanzierung betreibt, indem sie zu einem guten Teil sog. Stockdividenden statt Bardividenden ausschüttet[1].

Außer den staatlichen Aufsichtsbehörden haben seit dem Dritten Rentenversicherungs-Änderungsgesetz[2] auch die Bundesregierung und die Deutsche Bundesbank die Möglichkeit, auf die Anlagepolitik der Sozialversicherungen Einfluß zu nehmen, indem sie aus konjunktur- und währungspolitischen Gründen verlangen können, daß die Sozialversicherungen einen bestimmten Prozentsatz ihrer Liquiditätsreserve in Schatzwechseln und unverzinslichen Schatzanweisungen anlegen.

In der Schweiz sind von den Kapitalanlagevorschriften nur die Sozialversicherungen und die öffentlichen Pensionsfonds betroffen. Die privaten Pensionsfonds unterliegen keinerlei staatlichen Anlagerichtlinien[3]. Die Anlagevorschriften der schweizerischen Sozialversicherungen und der öffentlichen Pensionsfonds beziehen sich vor allem auf die Aktienanlage, die z.T. verboten, z.T. begrenzt ist[4]. Mindestanforderungen an die Verzinsung der zu erwerbenden Werte - wie in der BRD - werden von den schweizerischen Behörden nicht gestellt.

---

1 Vgl. Europäische Arbeitsgemeinschaft für Wertpapieranalysen, Pensionskassen in Europa. Bd. 1, a.a.O., S. 83.

2 Bundestagsdrucksache V/4474.

3 Vgl. E. Liecht, a.a.O., S. 17.

4 Vgl. C. Helbling, Autonome Pensionskasse oder Gruppenversicherung. St. Gallener Diss., 1960, S. 88 ff.

In den Vereinigten Staaten von Amerika sind die Altersvorsorge-Einrichtungen in ihrer Anlagepolitik weitgehend frei. Für die Anlage ihrer Mittel bestehen zwar gewisse Vorschriften[1]; diese sind jedoch so weit gefaßt, daß sie den Wertpapiererwerb der amerikanischen Pensionsfonds nicht behindern.

bb. Vermögensbildung und Anlagepolitik aufgrund unterschiedlicher nationaler Sozialversicherungssysteme

Der Beitrag der staatlichen Altersvorsorge-Einrichtungen zur Kapitalbildung und damit ihre Bedeutung für das Angebot am organisierten Kapitalmarkt hängt entscheidend auch davon ab, wie die für die Versorgungsleistungen notwendigen Mittel aufgebracht werden[2]. Grundsätzlich lassen sich zwei Verfahren unterscheiden: das Umlageverfahren und das Kapitaldeckungs- bzw. Anwartschaftsdeckungsverfahren[3].

Sind die staatlichen Altersvorsorge-Einrichtungen nach dem Umlagesystem ausgerichtet, so bedeutet das, "daß das laufende Einkommen eines Teils oder der Gesamtheit der Erwerbsbevölkerung vermindert

1 Vgl. Europäische Arbeitsgemeinschaft für Wertpapieranalysen, Pensionskassen in Europa, Bd. 1, a.a.O., S. 81.

2 Vgl. H. Hensen, Einfluß der Rentenreform auf die Sozial-Versicherung als Kapitalsammler. "Der Volkswirt", 14. Jg. (1960), Beilage zu Heft Nr. 42, S. 66 ff.; H.E. Büschgen, Rahmenbedingungen eines funktionsfähigen Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland. "Neue Betriebswirtschaft und betriebswirtschaftliche Datenverarbeitung", 24. Jg. (1971), S. 7 ff.

3 Vgl. zur Charakterisierung der Verfahren W. Dannemann, Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der BRD. Tübingen 1959, S. 115; o.V., Kapitalbildung und Anlagepolitik der Sozialversicherungen und der Arbeitslosenversicherungen. "Monatsberichte der Deutschen Bundesbank", 11. Jg. (1959), Nr. 3, S. 20 ff.; W. Frischknecht, Die Alters-,

und das der Bevölkerung im Ruhestand erhöht wird"[1], m.a.W., der Aufwand der Sozialversicherung wird aus den in der laufenden Periode eingehenden Beiträgen gedeckt, so daß keine Kapitalbildung stattfindet, weil die Mittel durch Auszahlung an die "Nicht-mehr-Erwerbstätigen" unmittelbar wieder dem Konsum zugeführt werden[2]. Kennzeichnend für das Umlageverfahren ist somit das Fehlen jeglicher Kapitalbildung und jeglicher Kapitalmarktengagements seitens der Altersvorsorge-Einrichtungen.

Beim Kapital- bzw. Anwartschaftsdeckungsverfahren werden vom Versicherten Beiträge erhoben, die der planmäßigen Finanzierung seiner späteren Versorgungsleistungen dienen. M.a.W. Der Versicherte trägt durch die Beitragszahlung an die Altersversicherung selbst die Last seiner Versorgung[3]. Da dieses Verfahren darauf beruht, Vermögen anzusammeln, das langfristig zur Verfügung steht und somit auch für die Wertpapieranlage geeignet ist, wird die Angebotsstruktur des Kapitalmarktes durch das System der Kapitalisierung entscheidend beeinflußt[4].

Das System der Kapitalisierung ist grundsätzlich in zwei Formen möglich, die sich in ihren Auswirkungen auf das Kapitalangebot erheblich unterscheiden. Die in der BRD vorherrschende Kapitalisierung durch die Bildung von Pensionsrückstellungen in der Bilanz

---

Hinterlassenen- und Invalidenversicherung (AHV/IV) im Strukturwandel. St. Gallener Diss., 1971, S. 29 ff.; O. Schlecht, Die Wirkungen der Sozialversicherung auf die Kapitalbildung und den Kapitalmarkt. Freiburger Diss., 1953, S. 24 ff.

1 Kommission der Europäischen Gemeinschaften, a.a.O., S. 9.

2 Vgl. W. Frischknecht, a.a.O., S. 31.

3 Vgl. ebenda, S. 29.

4 Vgl. H.H. Weber, Wie stärkt man einen Kapitalmarkt? "Bank-Betrieb", 7. Jg. (1967), S. 310.

vermindert sowohl das Kapitalangebot als auch die -nachfrage am Kapitalmarkt[1]. Nach dieser Kapitalisierungsmethode gewährt sich der Unternehmer die jährliche Zuweisung zur Pensionsrückstellung als "Darlehen".

Schweizer und amerikanische Unternehmungen haben andere Formen der Kapitalisierung entwickelt, indem sie z.B. ausgegliederte eigene oder getrennte Pensionsfonds errichteten. Da diese die Pensionsbeiträge zum Teil am organisierten Kapitalmarkt anlegen, wird das Kapitalangebot erweitert. Zwar lassen diese Formen der Kapitalisierung das Spar- und Investitionsvolumen unverändert, doch ändert sich die Verteilung, weil die Mittelanlage im Unterschied zum Gegenwert der Pensionsrückstellungen der Selektionsfunktion des Kapitalmarktes unterliegt. Über die Vor- und Nachteile der Zwischenschaltung des Kapitalmarktes besteht keine Einigkeit. Man könnte die Ansammlung von Rückstellungen für vorteilhafter halten, weil die Unternehmungen dann unmittelbar über die einbehaltenen Mittel verfügen können. Außerdem kann die Bildung von Pensionsrückstellungen als eine steuerbegünstigte Form der Selbst-

1 Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften, a.a.O., S. 13; o.V., Die Bedeutung der institutionellen Altersvorsorge für die Kapitalbildung in der BRD und in einigen ausländischen Staaten, a.a.O., S. 27.

zierung bezeichnet werden, und erscheint auch deshalb vorteilhafter[1]."Zweifellos ist eine innerbetriebliche Finanzierungsquelle für die Pensionsleistungen bequemer als die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes ..., andererseits bereitet aber auch die Verschuldung gegenüber den eigenen künftigen Pensionären (Sozialverschuldung) ... Sorge, zumal es sich hierbei um eine Schuld ohne Sicherheit handelt, die bei Liquidation oder Konkurs keinerlei Anspruch auf bevorzugte Befriedigung hat"[2].

4. Das Kapitalangebot der Unternehmungen

a. Die mit der Wertpapieranlage von Unternehmungen verfolgten Zielsetzungen

Die Unternehmungen treten am organisierten Kapitalmarkt als Anbieter von Kapital nur in geringem Maße auf. Erwirtschaftete und einbehaltene Gewinne werden von ihnen in der Regel für neue Investitionen verwendet. Zu Kapitalanbietern werden Unternehmen meist nur dann, wenn freigesetzte Mittel für längere Zeit dem betrieblichen Investitionsprozeß entzogen werden. Zwar ist der Wertpapiererwerb für die Unternehmung nur eine von mehreren Möglichkeiten, mittels deren sie die Kapitaldeckung einem verminderten Kapitalbedarf anpassen kann, doch lassen sich durch diese Anlageform oftmals höhere Renditen erzielen als z.B. bei einer Bankeinlage .

---

1 Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften, a.a.O., S. 20 f.

2 Ebenda, S. 20.

3 Vgl. M. Overhaus, a.a.O., S. 67.

Die mit einer Wertpapieranlage verfolgten unternehmenspolitischen Ziele können unterschiedlich sein. Allerdings kann eine Wertpapieranlage die Gefahr von Kursverlusten beinhalten; denn der Zeitpunkt eines möglicherweise notwendig werdenden Rückgriffs auf diese Mittel wird weniger durch die Kurssituation bestimmt als durch unternehmensinterne Erfordernisse (Kapitalbedarf). Für eine solche Anlage kommen daher i.d.R. festverzinsliche Wertpapiere in Betracht, die relativ geringen Kursschwankungen unterliegen[1]; oder die Unternehmungen verzichten wegen der Unsicherheit der Kursentwicklung überhaupt auf kurstragende Titel und bevorzugen die Anlage in den "Vorhöfen" des Kapitalmarktes[2].

Demgegenüber bestehen die Ziele einer langfristigen Wertpapieranlage in Aktien überwiegend in Beteiligungs- und Verflechtungsabsichten[3]. Die Unternehmungen erwerben Beteiligungsrechte in Form von Aktien, um sich primär an anderen Unternehmungen zu beteiligen, bestehende Beteiligungen zu verstärken oder um im Falle von Kapitalerhöhungen ihren ursprünglichen Anteil zu halten.

---

1 Dividendenwerte scheiden somit in der Regel für eine vorübergehende Anlage aus.

2 Insbesondere nach der Zinsfreigabe sind von den Unternehmungen der Bundesrepublik Deutschland Termineinlagen stärker berücksichtigt worden. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 9.Jg.(1957), Nr. 11, S. 55

3 Vgl. W.-A. Prautzsch, a.a.O., S. 68.

b. Die Bedeutung der Unternehmungen als Wertpapierkäufer

Über die Bedeutung der Unternehmungen als Kapitalanbieter in den einzelnen Ländern lassen sich nur ungenaue Aussagen machen, weil hierüber weder in den Vereinigten Staaten von Amerika[1] noch in der Schweiz statistische Angaben vorliegen. Nur in der Bundesrepublik wird der Wertpapiererwerb der Unternehmungen statistisch erfaßt.

Die Gesamtnachfrage der Unternehmungen[2] nach Wertpapieren betrug in der Bundesrepublik von 1960-1970 rd. 22,4 Mrd. DM[3]. Mit einem Anteil von durchschnittlich rd. 11,8 v.H. am Wertpapiererwerb aller Sektoren rangierten die Unternehmungen hinter den Kreditinstituten und den privaten Haushalten an dritter Stelle. Ihr Wertpapiererwerb verteilte sich zu etwa einem Drittel auf festverzinsliche Titel und zu zwei Dritteln auf Aktien. Bei der Anlage ihres Geldvermögens in Aktien dürfte das Beteiligungsmotiv stärker gewesen sein als das Interesse an einer rentierlichen Geldanlage[4].

---

1 In den Gesamtdarstellungen des Wertpapierbesitzes ist die private Wirtschaft im allgemeinen in der Position "others" mit enthalten. Vgl. R. Nowak, a.a.O., S. 87.

2 Als Unternehmungen werden in der BRD alle die Wirtschaftseinheiten, unabhängig von Rechtsform und Eigentumsverhältnissen, also einschließlich Bundesbahn und Bundespost und andere öffentliche Unternehmungen bezeichnet, die Sachgüter und Dienste produzieren und zu Preisen anbieten, die die Kosten decken oder einen Überschuß erbringen. Vgl. Methodische Erläuterungen zu den Berechnungen über die Vermögensbildung und ihre Finanzierung. "Monatsberichte der Deutschen Bundesbank", 13. Jg. (1961), Nr. 12, S. 13 ff.

3 Vgl. Tabelle III im Anhang.

4 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 25. Jg. (1973), Nr. 3, S. 24 ff.

Die Unternehmungen erwarben zu Anfang der sechziger Jahre überwiegend festverzinsliche Wertpapiere. Von 1960 auf 1961 hat sich ihr Anteil am Absatz von festverzinslichen Wertpapieren von 6,4 v.H. auf 12, 6 v.H.[1] fast verdoppelt, weil sie eine Entwicklungshilfe - Anleihe des Bundes übernahmen [2]. In den Jahren danach, vor allem im Jahre 1967, haben sie mehr Aktien erworben, wohl nicht zuletzt deshalb, weil die Zinsen für Termingelder freigegeben wurden und zurückgingen.

In den Vereinigten Staaten von Amerika haben Unternehmungen freiwerdende Mittel zum Teil dazu verwendet, planmäßig eigene Aktien zu erwerben[3], eine Möglichkeit, die von den Unternehmungen in der Schweiz und in der BRD wegen der gesetzlichen Vorschriften[4] nur begrenzt genutzt werden kann.

---

1 Vgl. Tabelle IV im Anhang.

2 Vgl. M. Overhaus, a.a.O., S. 67; W.-H. Prautzsch, a.a.O., S. 68.

3 Vgl. R. Nowak, a.a.O., S. 87.

4 Die Unternehmungen in der BRD dürfen eigene Aktien nur erwerben, wenn der Kauf notwendig ist, um einen schweren Schaden von der Unternehmung abzuwenden, wenn die Aktien den Arbeitnehmern der Unternehmung zum Kauf angeboten werden sollen, wenn der Erwerb erfolgt, um Aktionäre abzufinden und wenn auf die Aktien der Nennbetrag oder der höhere Ausgabebetrag voll geleistet ist und der Erwerb unentgeltlich geschieht oder wenn die Unternehmung mit dem Kauf eine Einkaufskommission ausführt. Vgl. AktG, § 71,1.

## 5. Das Kapitalangebot des Bankensektors

### a. Die Problematik der Transformation von Einlagen der Banken in Wertpapiere

Die Schaffung von Finanzierungsmöglichkeiten und die Mitwirkung bei der Festlegung des Finanzierungsspielraums,der den Unternehmungen der privaten Wirtschaft sowie den öffentlichen und privaten Haushalten offensteht, gehört zu den Funktionen der Banken als Kapitalsammelstellen[1]. Diese Aufgaben werden in der Literatur vielfach mit der sog. Transformationsfunktion der Banken[2] in Verbindung gebracht, die besagt, daß die Banken eine Fristentransformation zwischen ihren Passiva und ihren Aktiva und (oder) umgekehrt vornehmen.

Schmalenbach versteht unter der Transformationsfunktion der Banken die Umwandlung kurzfristiger Masseneinlagen in längerfristige Kredite[3].

Stützel[4] spricht dagegen von Fristentransformationsfunktion, wenn die Bank im Aktivgeschäft eine befristete Forderung im Austausch gegen ein per Sicht fälliges Guthaben erwirbt.

---

1 Vgl. W. Stützel, Bankpolitik heute und morgen. Frankfurt a.M., 1964, S. 15.

2 Vgl. Art. Kapitalmarkt (G.Bröker), a.a.O., S. 947; J.C.Partee, United States, Capital Markets Study. Vol. III, Funkctioning of Capital Markets. Hrsg. Organsiation for Economic Co-operation and Development, Paris 1968, S. 637.

3 Vgl. E. Schmalenbach, a.a.O., S. 134

4 Vgl. W. Stützel, a .a.O., S. 2o ff.

Der Schmalenbachschen Interpretation des Begriffs der Fristentransformation steht die Auffassung[1] gegenüber, daß die Banken nicht Geld, das ihnen in Form kurzfristiger Masseneinlagen zugeflossen ist, in längerfristige Kredite transformieren, sondern daß sie aufgrund ihrer Überschußreserve neues Geld schaffen[2], indem sie im Rahmen ihrer Verfügungsmacht über Zentralbankgeld und Liquiditätserwartungen Kredite in der vom Kreditnehmer gewünschten Form und Fristigkeit gewähren. Es handelt sich also um die Schaffung neuen und zusätzlichen Geldes und nicht nur um die Transformierung bereits bestehender Forderungen in eine andere Form. Die Bank[3] kann dieses Giralgeld neu schaffen, weil sie dank ihrer Überschußreserve die Forderung nach Umwandlung des neu geschaffenen Giralgeldes in Zentralbankgeld erfüllen kann[4].

---

1 Vgl. L. Mülhaupt, Umsatz-, Kosten- und Gewinnplanung einer Kreditbank. Ansatzpunkte einer theoretischen Bankbetriebslehre. "ZfhF", 8. Jg. (1956), S. 7 ff.; E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie. Bd. III: Geld, Kredit, Volkseinkommen und Beschäftigung. Tübingen 1965, S. 40 f.

2 Zu den Banken, die neues Geld schaffen können, zählen die Zentral- und die Geschäftsbanken. Sie erfüllen die folgenden Voraussetzungen, die gegeben sein müssen, damit eine Bank Geld aus eigenem schaffen kann: sie nehmen Depositen als Einlagen an; sie führen den Zahlungsverkehr durch; sie gewähren kurz- und mittelfristige Kredite. Demgegenüber sind die Banken des langfristigen Kreditgeschäfts (z.B. die reine Hypothekenbank) nicht in der Lage, Geld selbst zu schaffen. Sie müssen sich das Geld in der Höhe und in der Fristigkeit beschaffen, in der sie es benötigen.

3 Hierzu zählen nur die geldschaffenden Institute, nicht die Institute des langfristigen Kredits.

4 Vgl. E. Schneider, a.a.O., S. 40.

Das Kreditvolumen und der Umfang ihrer Wertpapieranlage hängen somit nicht ausschließlich von der Höhe der Einlagen ab, sondern werden primär von der Überschußkasse einer Bank bestimmt.

Während die Bankpraxis vielfach vom Bodensatz an Einlagegeldern spricht, der ihre Fähigkeit zur Giralgeldschöpfung ausmache, stellt der Begriff der Überschußkasse auf die gesamten fixen, d.h. von der Bank kurzfristig nicht beeinflußbaren Zahlungen ab, unter denen allerdings die durch die Einlagen ausgelösten Zahlungsströme von besonderer Bedeutung sind. Die große Bedeutung der Einlagen für die Entstehung der Überschußkasse beruht zum Teil darauf, daß ein großer Teil der Einleger der Bank ihr Geld langfristig zur Verfügung stellt (Termingelder, Spareinlagen). Ein anderer Teil der Einleger stellt der Bank das Geld jedoch nur unter der Bedingung zur Verfügung, daß er jederzeit über dieses Geld verfügen kann (Sichteinlagen oder täglich fällige Gelder).

Allein aufgrund dieser täglich fälligen Einlagen kann sich in der Bank eine Überschußkasse bilden, weil die Einleger niemals zur gleichen Zeit und in voller Höhe über ihre Guthaben verfügen. Aber selbst dann, wenn die Einleger über ihr Geld verfügen, stehen der Bank i.d.R. überschüssige Mittel zur Verfügung, die sie u.a. zur Wertpapieranlage verwenden kann, weil in Zeiten wachsenden Volkseinkommens die fixen, von der Bank unbeeinflußbaren Einzahlungen die Auszahlungen übersteigen oder weil wegen der Möglichkeit zur internen Verrechnung nur ein Teil der Auszahlungsverfügungen der Bankkunden zu einem Abfluß von Zentralbankgeld führt.

b. Analyse der Bestimmungsfaktoren für die Wertpapieranlage

Die Wertpapieranlage der Banken unterliegt nicht immer der freien Entscheidung der Bankleitung. Es ist deshalb zwischen der unfreiwilligen und der freiwilligen, dispositionsbestimmten Wertpapieranlage zu unterscheiden.

Bei der unfreiwilligen Wertpapieranlage[1] kann die Übernahme der Papiere sowohl auf staatlicher Machtausübung als auch auf vertraglicher Bindung der Bank beruhen z.B. infolge einer vorausgegangenen Effektenemission oder übergeordneter Interessen der Geschäftspolitik. So kann die Bank aufgrund von Emissions- und Konsortialgeschäften zwangsläufig in die Lage kommen, Wertpapiere übernehmen zu müssen. Sie kann außerdem Wertpapiere erwerben, um Verluste für die Bank und für die Einleger aus eingefrorenen oder notleidend gewordenen Kreditengagements abzuwehren. Eine weitere unfreiwillige Anlagetätigkeit ergibt sich aus der Notwendigkeit einer systematischen Kurspflege, an der die Banken als Emissionsinstitute, als Anleger oder als institutionelle Kommissionäre und Berater des Publikums Interesse haben.

Der größte Teil der Wertpapieranlage unterliegt jedoch der freien Entscheidung der Bankleitung. Diese dispositionsbestimmte Wertpapieranlage wird bestimmt durch die Überschußreserve der Bank und deren erwarteter Dauerhaftigkeit, durch die Notwendigkeit, diese Überschußreserve ganz oder teilweise zur Aufstockung der Primär- und Sekundärliquidität verwen-

1 Vgl. G. Willners, Die Wertpapieranlage der Kreditbanken und ihre Bestimmungsfaktoren. Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Hrsg. L. Mülhaupt, Bd. 3, Wiesbaden 1967, S. 37 ff.

den zu müssen, durch die erwartete Kreditnachfrage seitens der Nichtbankenkundschaft und durch die Erwartungen der Bank hinsichtlich der Entwicklung der Wertpapierkurse und der Zinssätze am Kapitalmarkt sowie der Effektivverzinsung aller anderen Verwertungsmöglichkeiten der Überschußreserve[1] oder durch die Verfolgung bestimmter Anlageprinzipien, z.B. Anlage von Spareinlagen in Wertpapieren. Wie das übrige ertragbringende Aktivgeschäft muß auch die dispositionsbestimmte Anlage an den bankbetrieblichen Grundmaximen der Rentabilität, Liquidität und Sicherheit ausgerichtet sein. Die nach Gewinnmaximierung strebende Bank wird die Aktiva deshalb so dimensionieren, daß der Gewinn unter den Nebenbedingungen ausreichender Liquidität und ausreichender Sicherheit maximiert wird.

### c. Die Bedeutung der Wertpapieranlage für die Erreichung der bankbetrieblichen Zielsetzungen

Die Wertpapieranlage als dispositive, ertragbringende Anlage der Überschußreserve ist Teil des anlagepolitischen Verhaltens einer Bank. Jedes bankpolitische Handeln muß aber der Zielsetzung und den diese determinierenden Nebenbedingungen entsprechen. Besteht die Zielsetzung der Bank in der Maximierung ihres Umsatzgewinns - strebt sie also danach, "die Differenz zwischen Umsatz (d.h. dem Verkaufswert der geplanten Absatzmenge) und den geplanten Kosten dieser Absatzmengen so groß wie möglich zu machen"[2] - so ist zu fragen, welchen Beitrag die Wertpapieranlage im Rahmen des Gesamtge-

---

1 Vgl. hierzu im einzelnen G. Willners, a.a.O., S. 71 ff.

2 L. Mülhaupt, Umsatz-, Kosten- und Gewinnplanung einer Kreditbank, a.a.O., S. 10.

schäfts zur Erreichung dieses Zieles leistet.

Die Bedeutung der Wertpapieranlage hängt insbesondere von drei Faktoren ab:

- "dem Ertrag des Portefeuilles im Vergleich zum eigentlichen Kreditgeschäft, unter Berücksichtigung der durch die verschiedenartigen Geschäfte verursachten Aufwendungen und der unterschiedlichen steuerlichen Belastung;
- dem Liquiditätsgrad der einzelnen Portefeuillepositionen, ihrer Stellung im Rahmen der Liquiditätsdisposition des Instituts und den daraus resultierenden Rückwirkungen auf den Umfang des Kreditpotentials der Bank;
- dem Ausmaß der dem Effektenbestand anhaftenden Anlagerisiken sowie dem Beitrag der Wertpapieranlage zur gesamtbetrieblichen Sicherheitspolitik der Bank"[1].

Die Frage, ob die Bank ihr Kreditpotential mit Krediten oder Effekten ausfüllen soll[2], ist bei oberflächlicher Betrachtung unter dem Gesichtspunkt der Rentabilität oftmals zugunsten des Kreditgeschäfts zu entscheiden, weil die nominelle Verzinsung der Wertpapiere häufig niedriger ist als die der Kredite, vor allem der kurzfristigen Kredite. Es ist jedoch zu beachten, daß das Effekteneigen-

---

1 G. Willners, a.a.O., S. 32.

2 Das im Zusammenhang mit dem Problem, ob und inwieweit die Anlage im Kredit- und Wertpapiergeschäft gleichrangige Alternativen darstellen, stehende Konzept des institutional investors wird ausführlich behandelt von P. Dolff, Konditionenverhandlungen im Kreditgeschäft der Banken. Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Hrsg. L. Mülhaupt, Münster 1974, Bd. 13, S. 163 ff.

geschäft Kosten verursacht, die vielfach erheblich niedriger liegen als jene des Kreditgeschäfts (z.B. von Kontokorrentkrediten). Darüberhinaus sind bei einem Rentabilitätsvergleich auch steuerliche Vorteile für bestimmte Effektentypen zu berücksichtigen.

Inwieweit Wertpapiere die Funktion einer Liquiditätsreserve übernehmen können, kann aufgrund der Vielfalt der Wertpapierarten nicht generell beantwortet werden. Der Liquiditätsgrad eines Wertpapiers hängt u.a. von seiner Restlaufzeit ab und davon, ob es am Kapitalmarkt mit oder ohne Verlust liquidierbar ist, oder auch ob es bei der Zentralbank monetisiert werden kann[1].

Da für die laufende Liquiditätsdisposition der Bank die natürliche Wiedergeldwerdungsdauer langfristiger Papiere weitgehend irrelevant ist, tritt die Frage in den Vordergrund, ob die Wertpapiere ungeachtet ihrer Fälligkeit jederzeit - entweder durch Lombardierung bei der Zentralbank oder durch Verkauf am Kapitalmarkt - in Zentralbankgeld umgewandelt werden können. Sollen Wertpapiere die Eigenschaft liquider Aktiva haben, so müssen sie schnell und ohne Verlust in Primärliquidität umwandelbar sein. Aktien sind nicht bei der Zentralbank monetisierbar, außerdem ist ein Verkauf am Kapitalmarkt wegen des hohen Kursrisikos ohne Verlust nicht immer möglich; sie zählen somit nicht zur Liquiditätsreserve.

---

1 Vgl. G. Willners, a.a.O., S. 123.

Festverzinsliche Wertpapiere sind am Kapitalmarkt i.d.R. auch nur mit Verlust liquidierbar, denn wegen der Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes sind bei Rentenwerten vielfach erhebliche Kursausschläge zu beobachten. Die Monetisierbarkeit festverzinslicher Wertpapiere bei der Zentralbank ist von der Lombardfähigkeit abhängig. Lombardfähig ist jedoch nur ein geringer Teil festverzinslicher Wertpapiere; denn ebenso wie beim Rediskontgeschäft ist den Banken ein Lombardkontingent eingeräumt. "Ob ein Lombardkredit gewährt wird, richtet sich (jedoch) nach der allgemein kreditpolitischen Lage und nach den individuellen Verhältnissen der Kreditsuchenden"[1]. Generell steht den Banken ein Lombardkredit nur dann zur Verfügung, wenn es sich um die "kurzfristige Überbrückung eines vorübergehenden Liquiditätsbedürfnisses handelt und die Lombardkreditaufnahme nach Umfang und Dauer angemessen und vertretbar erscheint"[2]. Letzteres ist i.d.R. dann anzunehmen, wenn ein Kreditinstitut bei der Aufnahme eines Lombardkredits im Kalendermonat und im kalendertäglichen Durchschnitt 2o v.H. des für das Kreditinstitut festgesetzten Rediskontkontingents nicht überschreitet[3]. Ferner ist zu beachten, daß lombardfähige Wertpapiere nur zu 75 v.H. ihres Nennwertes beliehen werden[4]. Festverzinsliche Wertpapiere zählen somit zur Reserve an Sekundärliquidität - jedoch nur zu 75 v.H. ihres Nennwertes -, wenn sie lombardfähig sind und das Lombardkontingent noch nicht ausgeschöpft ist.

---

1 Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1972, S. 108.

2 Ebenda.

3 Vgl. ebenda.

4 Vgl. D. Dickertmann/A. Siedenberg, Geldpolitische Lenkungsinstrumente in der BRD. Tübingen und Düsseldorf 1973, S. 57.

Inwieweit die Wertpapieranlage die Sicherheit einer Bank zu gewährleisten vermag, hängt von dem Risiko der Effektenanlage ab. Es besteht darin, daß die Wertpapiere keinen oder nur einen geringeren als den erwarteten Ertrag bringen, weil entweder das Kapital durch den Konkurs des Schuldners verlorengeht oder weil Kurseinbußen entstehen [1]. Allerdings sind diese Risiken bei den verschiedenen Wertpapierarten unterschiedlich hoch. Das Risiko der Ertragsminderung bzw. des -ausfalls und das Kapitalverlustrisiko treten grundsätzlich nur bei Aktien auf. Das Risiko des Kursverlustes ist demgegenüber bei Aktien und festverzinslichen Wertpapieren[2] gegeben. Die aus den Risiken möglicherweise resultierenden Nachteile werden jedoch zum Teil dadurch aufgehoben, daß besonders die Wertpapieranlage die Möglichkeit bietet, durch vorsichtige Bewertung der Bestände stille Rücklagen zu bilden, um das Institut kapitalmäßig zu sichern. Vor allem eignen sich hierfür die Aktienbestände, weil die latenten Kursrisiken dieser Papiere der Bank i.d.R. eine größere Bewertungsfreiheit gewähren.

---

1 Vgl. K.F. Hagenmüller, Der Bankbetrieb. Bd. III: Rechnungswesen - Bankpolitik. Wiesbaden 1964, S. 406; H.E. Büschgen, Wertpapieranalyse. Die Beurteilung der Kapitalanlage in Wertpapieren. Stuttgart 1966, S. 2.

2 Wegen der Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes sind auch bei Rentenwerten vielfach erhebliche Kursausschläge zu beobachten.

d. Die Bedeutung der Banken als Wertpapierkäufer

Im Rahmen des gesamten Aktivgeschäfts einer Bank kommt der Wertpapieranlage eine besondere Bedeutung zu, weil das Wertpapierportefeuille "je nach den Zielen, die die Bankleitung mit dem Erwerb von Wertpapieren verfolgt, sowohl aus kurz- als auch aus mittel- und langfristigen Mitteln gespeist werden kann, so daß es gleichsam die Funktion einer Drehscheibe zwischen den Gruppen des kurz- und des langfristigen Geschäfts einnehmen kann"[1]. Der Umfang der Wertpapieranlage hängt insbesondere von dem Verhältnis zwischen der Überschußreserve und der Kreditnachfrage ab. Verfügt die Bank über ausreichende liquide Mittel, so wird sie sich i.d.R. dem Geschäft zuwenden, das ihr bei gleicher Sicherheit die größte Rentabilität verspricht[2].Von den möglichen Verwertungsformen[3] für Zentralbankgeld wird die höchste Rendite durch die Gewährung von Kredit erzielt, die jedoch häufig durch eine nicht immer ausreichende Kreditnachfrage oder durch die Tatsache begrenzt wird,daß die Bonität der Kreditnehmer nicht den Anforderungen der Bank entspricht. Die freien Liquiditätsreserven, welche die zu befriedigende Kreditnachfrage überschreiten, werden deshalb aus Rentabilitätsgesichtspunkten der Wertpapieranlage zugeführt.

---

1 L. Mülhaupt, Geleitwort zur Dissertation G. Willners, Die Wertpapieranlage der Kreditbanken und ihre Bestimmungsfaktoren. Münsteraner Diss., 1967.

2 Vgl. hierzu auch die Ausführungen zum Konzept des "institutional investors" bei P. Dolff, a.a.O., S. 163 ff.

3 Vgl. L. Hübl, Einfluß der Liquiditätslage auf die Wertpapiernachfrage. "Kredit und Kapital", 2. Jg. (1969), S. 294; E. Mauersberger, Die Wertpapieranlage der westdeutschen Kreditinstitute. Kölner Diss., 1963, S. 124 ff.

Ein Vergleich der Wertpapieranlage der Banken in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten ist schwierig, weil nicht nur die statistischen Unterlagen, sondern auch die Banksysteme unterschiedlich sind. Vor allem die aus der Eigenart der nationalen Banksysteme resultierenden Abgrenzungsschwierigkeiten[1] lassen es angezeigt erscheinen, die Angaben nur mit Vorbehalt zu verwerten[2].

Die für eine Reihe von Jahren[3] ermittelten Relationen zwischen der Wertpapieranlage und den werbenden Aktiva[4] zeigen, daß der Anteil der Wertpapieranlage am gesamten Aktivgeschäft der Banken in der BRD und der Schweiz niedriger ist als in den Vereinigten Staaten. Dies gilt auch dann, wenn die Ausgleichsforderungen der Kreditbanken[5] in der BRD ihrem Wertpapierbestand zugerechnet werden, weil sie den Restwert der bei den Banken untergebrachten Staatsschuld des Deutschen Reiches repräsentieren. Einschließlich dieser Ausgleichsforderungen machte die Wertpapieranlage der deutschen Kreditbanken 1966 noch etwa 12 v.H. der werbenden Aktiva aus gegen 15 v.H. im Jahre 1958. Demgegenüber war der vergleichbare Anteil

---

1 Die Abgrenzungsschwierigkeiten treten namentlich bei der Ermittlung der werbenden Aktiva und bei den verschiedenen Bankengruppen auf.

2 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Entwicklung der Wertpapieranlagen der Banken. 14. Jg. (1962), Nr. 5, S. 3 ff., 19. Jg. (1967), Nr. 9, S. 16 ff.

3 Aufgrund statistischer Schwierigkeiten konnten die Angaben nur bis 1967 ermittelt werden.

4 Als werbende Aktiva werden die zinstragenden Aktiva einschließlich der Ausgleichs- und Interbankforderungen bezeichnet.

5 Zu den Kreditbanken gehören die Privatbankiers in der Rechtsform der Einzelunternehmung, der offenen Handelsgesellschaft oder der Kommanditgesellschaft. Zur Kreditbankengruppe gehören ferner die Großbanken und die privaten Regional- und Lokalbanken. Vgl. H.E.Büschgen, Bankbetriebslehre.Wiesbaden 1972, S. 154 ff.

der Mitgliedsbanken des Federal Reserve Systems in den Vereinigten Staaten im Jahre 1966 mit 29 v.H. beträchtlich höher, obwohl er sich seit 1958 ebenfalls erheblich verringert hat.

Tab. VIII: Die Wertpapieranlagen der Banken in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika (in v.H. der werbenden Aktiva[1])

| Länder / Jahr | B R D[2] | Schweiz[3] | Vereinigte Staaten von Amerika[4] |
|---|---|---|---|
| 1958 | 15 | 9 | 36 |
| 1959 | 12 | 9 | 34 |
| 1960 | 11 | 8 | 32 |
| 1961 | 10 | 7 | 32 |
| . | | | |
| . | | | |
| . | | | |
| 1964 | 13 | 6 | 34 |
| 1965 | 13 | 7 | 31 |
| 1966 | 12 | . | 29 |

1 Werbende Aktiva: zinstragende Aktiva einschl. Ausgleichs- und Interbankforderungen.

2 Banken der BRD: Kreditbanken.

3 Banken der Schweiz: Großbanken und Lokalbanken (ohne Bodenkreditinstitute).

4 Banken der Vereinigten Staaten von Amerika: Member Banks

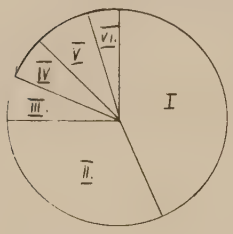
Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Entwicklung der Wertpapieranlagen der Banken. 14. Jg. (1962), Nr. 5, S. 3 ff., 19. Jg. (1967), Nr. 9, S. 16 ff.

Noch geringer als in der BRD war die Bedeutung der Wertpapieranlagen der Banken in der Schweiz. Bei den Groß- und Lokalbanken (ohne Bodenkreditinstitute) betrug er Mitte der sechziger Jahre lediglich 6 v.H..

Die unterschiedliche Bedeutung der Banken als Wertpapiererwerber in der BRD und in den Vereinigten Staaten zeigen auch die folgenden Abbildungen[1].

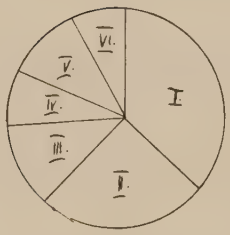
Abb. V: Die durchschnittlichen Marktanteile der Sektoren am Wertpapiererwerb in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika (1960-1970)

BRD




Rentenerwerb

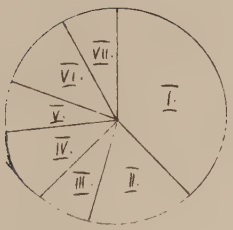
I. = Kreditinstitute (42,8 v.H.)
II. = priv. Haushalte (30,3 v.H.)
III. = Versicherungen (11,2 v.H.)
IV. = öff. Haushalte ( 6,5 v.H.)
V. = Unternehmungen ( 5,9 v.H.)
VI. = Ausland, Bausparkassen ( 2,8 v.H.)




Aktienerwerb

I. = priv. Haushalte (30,7 v.H.)
II. = Unternehmungen (27,2 v.H.)
III. = Ausland (15,9 v.H.)
IV. = Kreditinstitute (12,8 v.H.)
V. = Versicherungen ( 8,4 v.H.)
VI. = öff. Haushalte ( 6,5 v.H.)

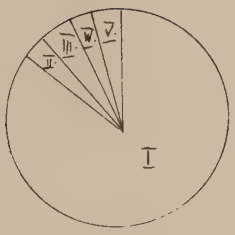
1 Der durchschnittliche Marktanteil der Banken am Wertpapiererwerb in der Schweiz läßt sich nicht ermitteln, da eine Aufteilung des Erwerbs von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren nach Sektoren nicht möglich ist.




Rentenerwerb

I. priv. Haushalte (30,2 v.H.)
II. Commercial Banks (25,2 v.H.)
III. Versicherungen (20,8 v.H.)
IV. Pensionsfonds (12,1 v.H.)
V. Staaten/Gemeinden ( 4,4 v.H.)
VI. Ausland/Unternehmungen ( 3,9 v.H.)
VII. Mutual Savings Banks ( 2,5 v.H.)

Vereinigte Staaten




Aktienerwerb

I. priv. Haushalte (84,8 v.H.)
II. Pensionsfonds ( 5,9 v.H.)
III. Investmentgesellschaften ( 4,0 v.H.)
IV. Versicherungen ( 3,2 v.H.)
V. Ausland ( 1,9 v.H.)

Quelle: Zusammengestellt aus den Tabellen IV, V, VI, VII, VIII, IX im Anhang.

In der BRD stellen die Kreditinstitute die bei weitem stärkste Gruppe der Wertpapierkäufer dar. Ihr Wertpapiererwerb belief sich von 1960-1970 auf 65,1 Mrd. DM, was einem durchschnittlichen Anteil am gesamten Wertpapiererwerb von 34,4 v.H. entspricht[1].58,3 Mrd. DM oder rd. das Siebenfache des gesamten Aktienerwerbs der Kreditinstitute entfielen auf festverzinsliche Wertpapiere. Festverzinsliche Wertpapiere werden deshalb bevorzugt, weil den Sparkassen und Genossenschaftsbanken der Aktienerwerb durch Gesetz oder Satzung nur begrenzt erlaubt oder sogar verboten ist[2]. Auf dem Rentenmarkt sind die Kreditinstitute mit 42,8 v.H. die wichtigste Käufergruppe. Sie kaufen gewissermaßen stellvertretend für die Sparer, die in der BRD vielfach nicht bereit sind, das mit der Wertpapieranlage verbundene Kursrisiko zu übernehmen.

Der hohe Marktanteil ist zum Teil auf die zeitweise außergewöhnliche Liquidität des Bankapparates zurückzuführen, die allerdings im Zeitablauf erheblichen Schwankungen unterworfen war. Die Abhängigkeit der Wertpapieranlage von der Liquiditätslage des Banksystems wird insbesondere in den Phasen einer restriktiven Zentralbankpolitik deutlich. So war der Nettoerwerb von Wertpapieren in den Jahren 1960, 1965/66,

---

1 Vgl. Tabelle III, IV, V im Anhang.

2 Sparkassen dürfen nur festverzinsliche Wertpapiere und Investmentzertifikate kaufen. Vgl. u.a. § 26 der Verordnung über den Betrieb und die Geschäfte der Sparkassen (SpKVO) vom 1. Sept. 1970.

1970 rückläufig. Der Rückgang in den Jahren 1964 bis 1966 und 1968-1970 war mit einem gewissen timelag verbunden, was darauf schließen läßt, daß die Kreditinstitute zu Beginn der Restriktionsphase noch über ausreichende Liquiditätsreserven verfügten und in der Lage waren, Emissionsreste zu übernehmen und Kursstützungskäufe durchzuführen[1]. Wie stark die Abhängigkeit der Wertpapieranlage von der Kreditpolitik im Extremfall sein kann, zeigte sich 1960, als die Rentenbestände der Kreditinstitute abnahmen[2].

Am amerikanischen Kapitalmarkt sind aufgrund des Bankgesetzes von 1933 als Kapitalanleger nur die Commercial Banks zugelassen. Obwohl das Schwergewicht ihrer Geschäftstätigkeit im kurz- und mittelfristigen Kreditgeschäft liegt, ist ihre Stellung am Kapitalmarkt dennoch von großer Bedeutung, weil sie die größte Abnehmergruppe für öffentliche Anleihen sind[3]. Darüberhinaus wird die Stellung der Commercial Banks am Kapitalmarkt dadurch bestimmt, daß sie treuhänderisch als Vermögensverwalter fungieren, d.h. das Treuhandgeschäft betreiben. Zwar ist ihnen die Teilnahme am Börsenhandel untersagt, doch haben sie die Möglichkeit, über Broker Wertpapiere zu erwerben.

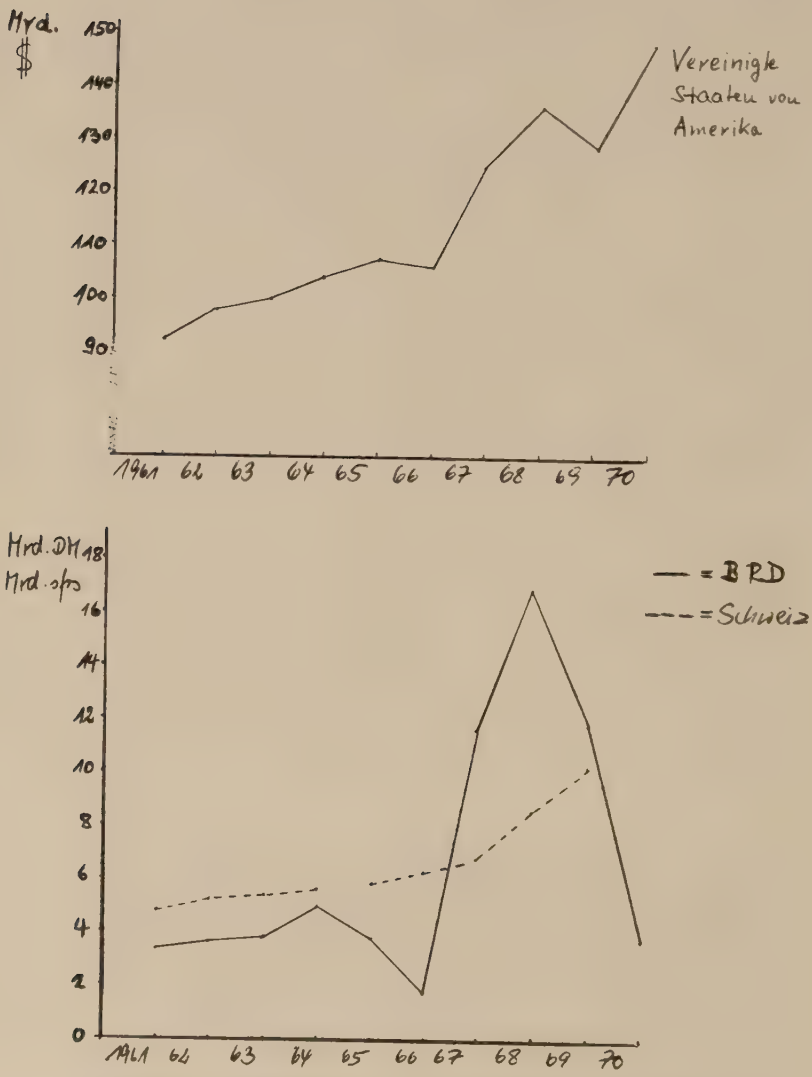
---

1 Vgl. J. Somogyi und N. Walter, Untersuchung über Absatz und Rendite festverzinslicher Wertpapiere. Deutscher und Internationaler Kapitalmarkt. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe-Universität, Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns, K. Häuser, Kolloquien-Beiträge, 1, 1970, S. 31; H. Sobbe, Strukturprobleme des deutschen Kapitalmarktes. "Die Aussprache", Hrsg. Arbeitsgemeinschaft selbständiger Unternehmer, Bonn 19/1969, 5/6, S. 108.

2 Vgl. Tabelle IV im Anhang.

3 Vgl. Tabelle VI im Anhang.

Abb. VI: Der Wertpapiererwerb der Banken in den Vereinigten Staaten, der Schweiz und der BRD 1961-1970 in Mrd. der Landeswährung




Quelle: Zusammengestellt aus den Tabellen III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X im Anhang.

Die Struktur der Wertpapieranlagen der Commercial Banks wird weitgehend von steuerlichen Gesichtspunkten[1] bestimmt. So erklärt sich ihr geringes Interesse an privaten Industrieanleihen - im Zeitraum von 1960-1970[2] nahmen sie nur 0,9 v.H. des Nettoabsatzes von Industrieobligationen auf - damit, daß die Commercial Banks verstärkt steuerbegünstigte öffentliche Wertpapiere (Rentenpapiere der Bundesstaaten und der Gemeinden)[3] kaufen, die nicht wie die privaten Industrieobligationen der Bundeseinkommensteuer unterliegen. Zwar haben die Commercial Banks schon immer die Anleihen öffentlicher Emittenten bevorzugt, jedoch hatten die Wertpapierkäufe in den früheren Jahren weitgehend nur subsidiären Charakter. Sie wurden in Zeiten eines schwachen Kreditbedarfs der Wirtschaft lediglich zur Anlage überschüssiger Liquiditätsreserven getätigt[4]. Das starke Wachstum der Termin- und Spareinlagen seit dem Beginn der sechziger Jahre und die Tatsache, daß die Banken der vollen Körperschaftsteuer unterliegen und somit alle Vorteile wahrnehmen können, die mit dem Erwerb steuerfreier Wertpapiere verbunden sind, führte in den letzten Jahren verstärkt zum Kauf festverzinslicher Rentenwerte. Von 1960-1970 waren die Commercial Banks mit Marktanteilen von 34,8 v.H. bzw. 38,5 v.H. sowohl am Markt für Bundesanleihen als auch am Markt für Anleihen von Staaten und Gemeinden die weitaus wichtigste Anlegergruppe[5].

1 Vgl. H.J. Dudler, a.a.O., S. 107; R. Nowak, a.a.O., S. 155 ff.; H.E. Dougall, a.a.O., S. 24.

2 Vgl. Tabelle VII im Anhang.

3 Vgl. W. Lindörfer, Die Wertpapieranlage der Geschäftsbanken in den USA. Erlanger Diss., 1953; W. Graebner, Die Wirkungsgrenzen der amerikanischen Notenbankpolitik. Das Dilemma der Restriktionspolitik des Federal-Reserve-Systems. Frankfurt a.M. 1966, S. 44.

4 Vgl. H.J. Dudler, a.a.O., S. 107; Th. Buch, Strukturmerkmale ausländischer Kapitalmärkte, 1964, S. 13.

5 Vgl. Tabelle VIII, IX im Anhang.

Daß die Wertpapierkäufe der Commercial Banks vornehmlich festverzinsliche Wertpapiere betreffen, ist außerdem auf die gesetzlichen Vorschriften zurückzuführen, nach denen der Erwerb von Aktien grundsätzlich verboten ist[1]. Die Stellung der amerikanischen Banken am organisierten Kapitalmarkt wird aber erst voll deutlich, wenn auch ihre Treuhandtätigkeit[2] in die Analyse einbezogen wird. Hierüber liegen jedoch statistische Daten nicht vor, so daß nur Schätzungen möglich sind[3].

Das Treuhandgeschäft umfaßt nicht nur das Vermögen der individuellen Anleger (persönliche Trustkonten), sondern auch die Anlage der den Banken von den privaten Pensionsfonds überlassenen Mittel (Vollmachtsverwaltungskonten)[4]. Im Rahmen ihrer Verwaltungsfunktionen entscheiden die Banken jährlich über die Anlage von mehreren Milliarden $ oder helfen bei der Anlageentscheidung mit[5]. Die Vermögensbestände beider Kontengruppen betrugen 1965 rd. 140 Mrd. $[6], im Jahre 1971 jedoch bereits rd. 300 Mrd. $[7]. Während

1 Eine Ausnahme bildet lediglich der Erwerb von Aktien der Federal Reserve Banken, welche die Banken als Vorbedingung ihrer Mitgliedschaft im Federal Reserve System erwerben müssen. Vgl. Art. Vereinigte Staaten von Amerika (E.H. Adler und I. Lübkes), a.a.O., S. 1692; H.S. Schwartz, United States Capital Markets Study, II. Formation of Savings, Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 1968, S. 335 ff. (im folgenden zitiert: (OECD: United States Capital Markets Study II.).

2 Eine ausführliche Darstellung der Treuhandtätigkeit findet sich bei P. Hellerich, Der Stand des Trustgeschäfts in den Vereinigten Staaten von Amerika und die Möglichkeit der Anwendung dieser Geschäftssparte in der Bundesrepublik Deutschland. - Eine Untersuchung in betriebswirtschaftlicher Sicht - Münchener Diss., 1965.

3 Vgl. L. Werboff und M.E. Rozen, Market Shares and Competition Among Financial Institution "private Financial Institutions". Englewood Cliffs, N.J., 1963, S. 292 f.

4 Vgl. H. Eisenmenger, Institutionelle Kapitalanleger in den USA. 1. Teil, a.a.O., S. 325 ff.

5 Vgl. ebenda, S. 327.

6 Vgl. St. Silverberg, Bank Trust Investments, in 1964 "The National Banking Review", Juni 1965, S. 489 ff.

7 Vgl. "Business Week", New York vom 24. Juli 1971.

die amerikanischen Banken grundsätzlich keine eigenen Aktien erwerben dürfen, ist ihnen die Aktienanlage im Rahmen ihrer Treuhandtätigkeit gestattet[1], so daß sich ihre Anlageentscheidungen im Rahmen des Treuhandgeschäfts überwiegend auf Aktienwerte konzentrieren. Unter den institutionellen Anlegern sind die Banken sogar die wichtigsten - wenn auch nur treuhänderischen - Aktienhalter der Vereinigten Staaten von Amerika[2].

Tab. IX: Die Aktienanlagen institutioneller Anleger in den Vereinigten Staaten von Amerika Ende 1968[3]

| Institution | Verwalteter Bestand | |
|---|---|---|
| | in Mrd. Dollar (Kurswert) | in v.H. aller umlaufenden Aktien |
| Banken (Trustabteilungen) | 132 | 17,5 % |
| Investmentgesellschaften[1)] | 60 | 7,8 % |
| Stiftungen | 29 | 3,9 % |
| Pensionskassen[2)] | 13 | 1,9 % |
| Versicherungen | 29 | 3,7 % |
| Insgesamt | 258 | 34,0 % |
| nachr.: Umlaufende Aktien insgesamt | 761 | 100,0 % |

Quelle: Securities and Exchange Commission.

1) open-end- und closed-end-Gesellschaften.

2) Pensionskassen, die ihre Mittel selbst verwalten (self-administered pension funds).

1 Vgl. American Bankers Association, The Commercial Banking Industry, Monograph Report of the ABA to the US-Congress/Commission on Money and Credit, New York 1962, S. 315 f.; H. Eisenmenger, Institutionelle Kapitalanleger in den USA, 2. Teil: "Das Wertpapier", 1966, S. 382 ff.

2 Vgl. Kl. Flachmann, Die Institutionalisierung der US-Wertpapiermärkte. "ZfgK", 23. Jg. (1970), S. 88 ff.

3 Vgl. ebenda.

Die Wirtschaftsstatistik der Schweiz enthält nur wenig Informationen über die Anbieter am Kapitalmarkt. Allgemein wird am Anleihe- und Aktienmarkt den privaten Kapitalanlegern eine dominierende Stellung eingeräumt. Wegen der großen Bedeutung der nicht öffentlichen Aktienemissionen wird in der Schweiz z.B. der größte Teil junger Aktien von privaten Anlegern aufgenommen[1]. Demgegenüber sind die Wertpapierkäufe der Banken relativ unbedeutend. Obwohl sich ihr Wertpapierbestand von 1961-1969 mehr als verdoppelt hat, trugen die Banken mit ihrer Effektenanlage wenig zur Stützung des Marktes bei. In den Jahren 1960-1969 erwarben die Banken durchschnittlich pro Jahr nur 6,6 v.H. der gesamten Aktienemissionen[2], wobei sie erst in den beiden letzten Jahren dieses Zeitraums mit einem gegenüber den Vorjahren um 10-20 v.H. höheren Erwerb verstärkt als Aktienkäufer auftraten, so daß sie als Kapitalanbieter geringfügig an Bedeutung gewinnen konnten.

Auch als Erwerber festverzinslicher Wertpapiere spielten die Schweizer Banken im Untersuchungszeitraum eine geringe Rolle. Zwar haben sie ihre Anleihekäufe um durchschnittlich 12,3 v.H. pro Jahr[3] gesteigert, doch ist dieser Zuwachs allein auf die verstärkten Käufe in den Jahren 1967-1969 zurückzuführen. Erst zum Ende der sechziger Jahre waren die Banken in der Lage, verstärkt Aktien und festverzinsliche Wertpapiere zu erwerben.

---

1 Vgl. OECD, the capital market in switzerland, a.a.O., S. 33.

2 Vgl. Tabelle X , S. 85 dieser Arbeit; dieser geringe Anteil ist umso bemerkenswerter, als die schweizerischen Kreditinstitute in ihren Entscheidungen über Aktienanlagen gesetzlich ziemlich frei sind. Vgl. Chr. Gasser und W. Meyer, Der schweizerische Kapitalmarkt. II. Teil, a.a.O., S. 106 ff.

3 Vgl. Tabelle X, S.85 dieser Arbeit.

Tab. X: Die jährliche Zunahme des Wertpapierbestandes der Schweizer Kreditinstitute 1960-1969

| Jahr | Zuwachs der festverzinslichen Wertpapiere Mio.sfrs. | v.H. d. gesamten Netto-Anleiheemissionen | Zuwachs der Aktien Mio.sfrs. | v.H. d. gesamten Netto-Aktienemissionen |
|---|---|---|---|---|
| 1960 | 142 | 9,1 | 54 | 4,3 |
| 1961 | 394 | 19,4 | 62 | 3,5 |
| 1962 | 23 | 1,3 | 173 | 9,3 |
| 1963 | -7 | - | 69 | 4,5 |
| 1964 | 142 | 4,7 | 71 | 4,5 |
| 1965 | 439 | 16,4 | 66 | 4,4 |
| 1966 | - | - | - | - |
| 1967 | 519 | 16,2 | - | - |
| 1968 | 1030 | 29,1 | 278 | 14,4 |
| 1969 | 527 | 17,2 | 540 | 22,0 |

Quelle: Errechnet aus den Tabellen X, XVII im Anhang; OECD, Switzerland, Capital Markets Study III., a.a.O., S. 544; Das schweizerische Bankwesen im Jahre 1964, 49. Heft, S. 70, 54. Heft (1969), S. 72.

Die im Vergleich zur BRD und zu den Vereinigten Staaten geringere Bedeutung der Schweizer Kreditinstitute als Kapitalanbieter ist zum Teil in der unterschiedlichen Zielsetzung bzw. Geschäftsstruktur der Institute begründet. Den schweizerischen Kantonal- und Lokalbanken, die eine dominierende Stellung im Bank- und Hypothekarkreditgeschäft einnehmen, bleiben[1] wenig Mittel zum Erwerb von Wertpapieren. Lediglich in Zeiten einer reduzierten Nachfrage nach Krediten, wie in den Jahren 1968/69, haben sie die Möglichkeit,

1 Vgl. OECD, The capital Market in Switzerland, a.a.O., S. 32.

Wertpapiere zu kaufen. Demgegenüber ziehen es die Großbanken vor, ihre Überschußreserve in höherverzinslichen kurz- und mittelfristigen ausländischen Aktiva zu investieren[1].

## 6. Das Kapitalangebot der Investmentgesellschaften

### a. Die Sonderstellung der Investmentgesellschaften

Beim Investmentsparen erwirbt der Anleger anstelle von Aktien oder Anleihen Investmentzertifikate, durch die er zum Miteigentümer aller im Vermögen der Investmentgesellschaft befindlichen Wertpapiere wird[2]. Die durch die Ausgabe von Zertifikaten hereinfließenden Mittel werden nach dem Prinzip der Risikostreuung in verschiedenen Wertpapieren angelegt (Effektensubstitution). Während die übrigen Kapitalmarktteilnehmer entweder nur als Anbieter oder nur als Nachfrager am Kapitalmarkt auftreten, sind die Investmentgesellschaften sowohl mit ihrem Aktiv- als auch ihrem Passivgeschäft unmittelbar mit dem Kapitalmarkt verbunden. Hieraus resultiert ihre Sonderstellung gegenüber den übrigen Kapitalanbietern und -nachfragern[3].

---

1 Vgl. OECD, The capital Market in Switzerland, a.a.O., S. 32.

2 Vgl. P. Penzkofer, Marketingprobleme im Investmentwesen. Bankwirtschaftliche Sonderveröffentlichungen des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität Köln, Bd. 12, Köln 1969, S. 15 ff.; H.E. Schäcker, Entwicklung und System des Investmentsparens, Frankfurt a.M. 1961, S. 10 ff.; L. Schuster und R. Gosebruch, Neues Investmentsparen, 2. erw. Aufl., Stuttgart 1970.

3 Vgl. W. Dannemann, a.a.O., S. 157.

Eine weitere Besonderheit betrifft vor allem die Stellung der Anteilseigner, die je nach der Konstruktionsform der Investmentgesellschaft in den einzelnen Ländern erheblich voneinander abweicht. Mögliche Konstruktionsformen sind der "Gesellschaftstyp" und der "Vertragstyp"[1].

Beim Gesellschaftstyp wird das Rechtsverhältnis zwischen dem Sparer und der Investmentgesellschaft durch ein dem Gesellschaftsrecht entnommenes Rechtsinstitut begründet[2], d.h. die Investmentgesellschaft wird als Aktiengesellschaft geführt, die Sparer werden Aktionäre. Die Investmentgesellschaften verkaufen ihre eigenen Aktien (Trustanteile) an das Publikum und verwenden den Erlös, um Wertpapiere anderer Gesellschaften zu kaufen[3]. Die Ausgabe von Aktien an das Publikum ist begrenzt, weil das Grundkapital der als Aktiengesellschaft geführten Investmentgesellschaft im allgemeinen starr fixiert[4] ist und nur im Rahmen des üblichen Aufstockungsverfahrens (Kapitalerhöhung) erhöht werden kann[5]. Der Ge-

1 Vgl. W. Tormann, Die Investmentgesellschaften. Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Hrsg. Ph. Möhring, Hch. Rittershausen, Bd. 18, 3. Aufl., Frankfurt a.M. 1968, S. 16 ff.; H. Walter, Machtzusammenballung und Vermögensbildung durch Investmentgesellschaften, dargestellt an der Entwicklung in Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und den USA, o.O., o.J., S. 49; R. Spoerri, Der Investment-Trust nach schweizerischem Recht, Basel 1958, S. 157 ff.

2 Vgl. P. Penzkofer, a.a.O., S. 14.

3 Vgl. W. Farnell, Wertpapieranlage in den USA. Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Hrsg. Ph. Möhring und Hch. Rittershausen, Bd. 46, Frankfurt a.M. 1968, S. 37 ff.

4 Im Gegensatz zur gesetzlichen Regelung in der BRD schließt die amerikanische Aktiengesetzgebung ein variables Grundkapital bei Aktiengesellschaften nicht aus.

5 Ausführliche Darstellungen hierzu finden sich bei A. Wiesenberger, Investment Companies. New York 1963, S. 124 ff.; L. Schuster und R. Gosebruch, Neues Investmentsparen, a.a.O., S. 34 ff.; H. Sauvain, Investmentmanagement, 2nd. ed., Englewood Cliffs, N.J., 1959, S. 366 ff.; D.A. Simon, Amerikanische Mutual Funds. Bad Wörishofen 1962; E.G. Renk, Die schweizerischen Immobilien-Anlagefonds. Investment-Handbuch, Hrsg. L. Schuster, Stuttgart 1971. S. 405 ff.

sellschaftstyp ist in den Vereinigten Staaten von Amerika die überwiegende rechtliche Form der Investmentgesellschaft.

Dem Gesellschaftstyp steht der Vertragstyp gegenüber, der in der Bundesrepublik und der Schweiz dominiert. Hier erfolgt die Anlage der durch den Verkauf von Zertifikaten an den Sparer erzielten Erlöse getrennt vom Vermögen der Gesellschaft in einem Sondervermögen, an dem der Investmentsparer lediglich Miteigentümer ist[1]. Das Vermögen der Investmentgesellschaft und der Investmentsparer bleiben rechtlich und wirtschaftlich getrennt. Im Gegensatz zur aktienrechtlichen Lösung ist das "Grundkapital" nicht begrenzt, es können also Zertifikate in beliebiger Zahl ausgegeben werden. Da die aus dem Verkauf der Zertifikate eingehenden Mittel unverzüglich im Aktivgeschäft eingesetzt werden, variiert die Höhe des "Grundkapitals" mit dem Zertifikatumlauf[2]. Hierin zeigt sich die enge Bindung des Aktivgeschäfts an das Passivgeschäft.

Gegenüber dem Gesellschaftstyp hat die Organisation nach dem Vertragstyp den Vorteil, daß die Investmentgesellschaft in ihren Dispositionen freier ist. Bei günstiger Kurs- und Nachfragesituation kann sie Zertifikate in beliebiger Zahl unterbringen und für deren Gegenwert börsengängige Kapitalmarkttitel aufnehmen.

---

1 Vgl. E.G. Renk, Der Investment-Trust, die kollektive Kapitalanlage in der Schweiz. "Österreichisches Bankarchiv", H. VII, 1. Jg. (1953), S. 372 ff.; § 6 KAG-Gesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 14. Januar 1970, BGBl. I, S. 128.

2 Vgl. W. Dannemann, a.a.O., S. 160.

b. Die Anlagepolitik der Investmentgesellschaften

Das Investmentsparen hat in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen. Durch den Kauf von Investmentzertifikaten wird überwiegend langfristiges Sparkapital aufgebracht. Fraglich ist, ob es sich um eine zusätzliche Geldkapitalbildung handelt, oder ob nur eine Umschichtung innerhalb der verschiedenen Sparformen stattfindet.

Die Investmentgesellschaften in der BRD dürfen nur 7,5 v.H. des Sondervermögens, in Ausnahmefällen mit Genehmigung der Bankaufsichtsbehörde 10 v.H. in Wertpapieren desselben Ausstellers anlegen[1]. Eine ähnliche, allerdings geringere Beschränkung existiert für die Investmentgesellschaften in der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika[2]. Die Beschränkung gilt jedoch nur für den Zeitpunkt des Wertpapierkaufs. Wenn also z.B. ein Aktienpaket infolge einer besonders guten Kursentwicklung nach gewisser Zeit den vorgeschriebenen Anteil des Fondsvermögens übersteigt, muß dieser Aktienbestand keineswegs reduziert werden.

Eine weitere Begrenzung der Anlagepolitik, die allerdings nur für die deutschen Investmentgesellschaften, nicht dagegen für die amerikanischen und schweizer Fonds gilt, besteht darin, daß nur Wert-

1 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Die neuere Entwicklung des Investmentsparens. 22. Jg. (1970), Nr. 1, S. 12.

2 Vgl. F.G. Gygax, Die schweizerischen Investmentfonds Entwicklung, Bedeutung und aktuelle Probleme. Schweizerische Bankgesellschaft, 1970, S. 7 f.; N.A. v.Oetinger, Amerikanische Investmentgesellschaften. Eine Erfolgsanalyse. Wiesbaden 1972, S. 82 ff.; D.H. Bellemore, Investments. 2nd edition, New York 1960, S. 247.

papiere ins Portefeuille aufgenommen werden dürfen, die an einer deutschen oder ausländischen Börse zum amtlichen Handel zugelassen sind[1]. Ferner können die amerikanischen Investmentgesellschaften in der Form der Aktiengesellschaft auch Emissionsgeschäfte am Primärmarkt tätigen[2], so daß sie die Möglichkeit haben, gute und wachstumsträchtige Vermögenswerte zu günstigen Konditionen zu erwerben. Außerdem wird den Investmentgesellschaften bei der Emission ein sog. "dealer discount"[3] gewährt, so daß der Fonds Vermögenswerte zu einem Preis erwerben kann, der einige Prozent unter dem offiziellen Kurs liegt.

Ein weiterer Kostenvorteil ergibt sich für die amerikanischen Fonds durch die Inanspruchnahme des Over-the-Counter Markets, denn dessen Provisions- und Spesensätze liegen unter denen der Börsengeschäfte[4].

Von erheblicher Bedeutung sind sowohl in den Vereinigten Staaten von Amerika als auch in der Schweiz schließlich die direkten Transaktionen der Investmentfonds. Dieser sog. "Vierte Markt", wie er in den Vereinigten Staaten genannt wird, ermöglicht es den Fonds, untereinander unter Ausschaltung des organisierten Kapitalmarktes Wertpapiergeschäfte abzuschließen[5]. Für die Beteiligten ergeben sich dadurch Kosteneinsparungen, da weder Spesen noch Provisionen anfallen. Außerdem werden durch diese Transaktionen, da sie nicht über die Börse getätigt werden, die Kurse der gehandelten Werte überhaupt nicht beeinflußt.

---

1 Vgl. § 7 KAGG.

2 Vgl. Security and Exchange Commission, Report of Special Study of Securities Markets, Part. 2, Washington D.C. 1963, S. 541 ff.; H. Sauvain, a.a.O., S. 58 ff.

3 Vgl. Security and Exchange Commission, a.a.O., S. 541 ff.

4 Vgl. ebenda, S. 553 ff.

5 Vgl. S. Robbins, The Securities Market, Operations an Issues. New York 1966, S. 257 ff.

c. Die Bedeutung der Investmentgesellschaften als Wertpapierkäufer

Die kollektive Kapitalanlage durch Investmentfonds hat zwar in den letzten Jahren in den untersuchten Ländern an Bedeutung gewonnen, doch lassen sich anhand der "Pro-Kopf-Beträge der Fondsvermögen" erhebliche Unterschiede feststellen. Mit einem Pro-Kopf-Betrag von 1100 sfrs. liegt die Schweiz mit den Vereinigten Staaten von Amerika gleichauf, während auf die BRD lediglich 120 sfrs. pro Kopf entfallen[1]. Allerdings handelt es sich in der BRD um eine relativ junge Sparform, mit der weite Kreise des Anlegerpublikums noch nicht vertraut sind. Erst im Jahre 1967 hat das Investmentsparen in der BRD einen ungewöhnlich raschen Aufschwung genommen. Demgegenüber werden die Vereinigten Staaten als "klassisches Land des Investmentsparens" bezeichnet. Die Schweiz schneidet beim Pro-Kopf-Vergleich vor allem deshalb so gut ab, weil sich ein großer Teil der schweizerischen Fonds-Zertifikate in ausländischem Besitz befindet[2].

Den größten Einfluß auf die Kapitalangebotsstruktur üben die amerikanischen Investment-Trusts aus. Sowohl ihre Wertpapieranlage[3] als auch ihr Mittelaufkommen übersteigt das der deutschen und schweizerischen Investmentgesellschaften um ein Vielfaches.

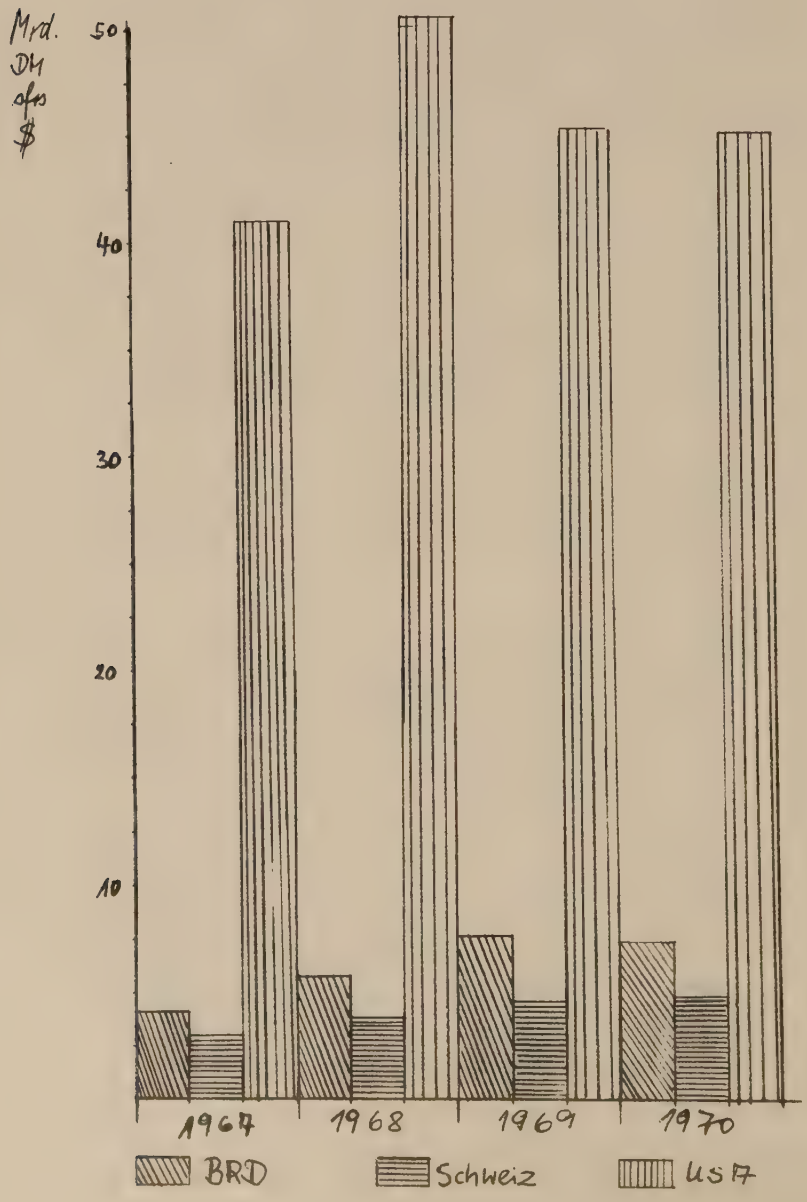
---

1 Diese Zahlen beziehen sich auf das Jahr 1970. Vgl. im einzelnen F.G. Gygax, a.a.O., S. 25; weitere Zahlen veröffentlicht W. Tormann, a.a.O., S. 70 f.; W. Lippens, Investmentsparen in der BRD. "Bankkaufmann", Taschenbuch 1964, Wiesbaden 1964, S. 82.

2 Vgl. o.V., Die schweizerischen Anlagefonds 1967. "Finanz und Wirtschaft", Juni 1968, Nr. 42, Beilage S. 3.

3 Vgl. Federal Reserve Bulletin, Vol. 57 (1971), No. 3, S.A. 7121.

Abb. VII: Die Wertpapieranlage der Investmentgesellschaften in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika (von 1967-1970) in Mrd. der Landeswährung



Das Mittelaufkommen der amerikanischen Investmentgesellschaften stieg im Jahre 1970 auf 47,6 Mrd. $ an; bezogen auf den Zeitraum von 1960-1970 ergab sich damit eine Steigerung um rd. 28 v.H.[1]. Als eine der wichtigsten Ursachen für diesen Erfolg wird die günstige Börsenentwicklung in den sechziger Jahren bezeichnet. Eine völlig entgegengesetzte Börsenentwicklung in den Vereinigten Staaten und in Europa verhalfen den amerikanischen Fonds bereits in dieser Zeit zu Erfolgen, die insbesondere die deutschen Fonds erst von 1967/68 an aufwiesen[2]. Außerdem kam den amerikanischen Fonds die vergleichsweise höhere Umsatztätigkeit an den Börsen und die Breite der US-Märkte sehr zugute. Letztere erlaubte es ihnen, das Risiko durch Aufnahme von Papieren möglichst aller repräsentativen Branchen in das Portefeuille zu streuen.

In ihrem Portefeuille halten die amerikanischen Investmentfonds überwiegend Aktien. Im Jahre 1969 machten diese rd. 84 v.H. (40,9 Mrd. $) ihrer Bilanzsumme aus, und nur rd. 7,4 v.H. (3,6 Mrd. $) entfielen auf Industrieanleihen[3]. Von 1960-1970 stieg ihr Aktienportefeuille von 14,8 Mrd. $ auf 39,3 Mrd. $, das von festverzinslichen Industrieobligationen von 1,2 Mrd. $ auf 4,6 Mrd. $[4]. Die Papiere der Bundesregierung nahmen demgegenüber nur geringfügig zu. Die Bedeutung, die die amerikanischen Investmentfonds für den Aktienmarkt haben, zeigt sich auch darin, daß mehr als 80 v.H. ihrer Anlagewerte zum Handel an der NYSE zugelassen sind[5].

1 Vgl. Federal Reserve Bulletin, Vol. 57 (1971), No. 3, S.A. 7121.

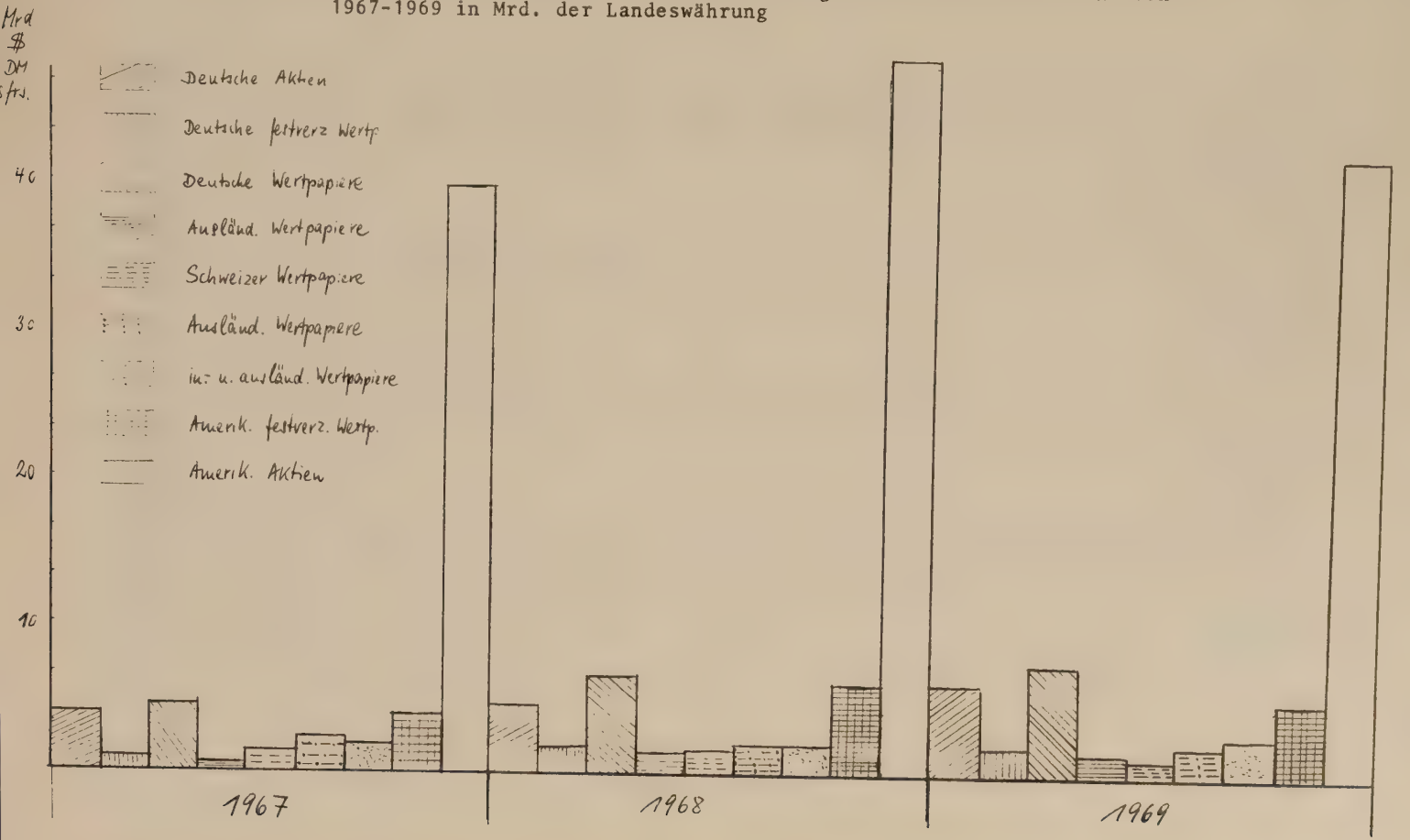
2 Vgl. N.A. v.Oetinger, a.a.O., S. 83 ff.

3 Vgl. Federal Reserve Bulletin, Vol. 57 (1971), No. 3, S.A. 7121.

4 Vgl. Tabellen VII, IX im Anhang.

5 Vgl. Security and Exchange Commission, Public Policy Implications of Investment Company. Growth, Washington D.C. 1966, S. 64 ff.

Abb. VIII: Die Aufschlüsselung der Wertpapieranlagen der Investmentgesellschaften in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika von 1967-1969 in Mrd. der Landeswährung



Bei den deutschen Investmentgesellschaften entfielen im Jahre 1969 rd. 53 v.H. (4,3 Mrd. DM) der Bilanzsumme auf Aktien und rd. 23 v.H. (1,9 Mrd. DM) auf festverzinsliche Wertpapiere[1]. Von 1967-1969 sind die Vermögensanlagen der deutschen Investmentfonds um insgesamt 3,93 Mrd. DM oder rd. 91 v.H. ihres Ausgangsbestandes gestiegen[2]. Von diesem Zuwachs entfielen rd. 70 v.H. auf deutsche Wertpapiere, während sich der Rest auf ausländische Wertpapiere und liquide Mittel verteilte. Dabei hat der Bestand an Aktienwerten im Gegensatz zu den Vermögensanlagen in festverzinslichen und ausländischen Papieren nur schwach zugenommen. Der Bestand an Renten hat sich fast verfünffacht, der der ausländischen Werte verdreifacht. Unter dem Eindruck der IOS-Krise haben jedoch viele Sparer in der BRD ihre positive Einstellung gegenüber dem Investmentsparen revidiert; eine Entwicklung, die sich deutlich in dem gegenüber dem Vorjahr um 4,1 Mrd. DM auf 1,5 Mrd. DM (1970)[3] gesunkenen Mittelaufkommen widerspiegelt.

Die starke Zunahme der Rentenwerte in den Wertpapierportefeuilles der deutschen Investmentgesellschaften zeigt deutlich den Unterschied in der Anlagepolitik der deutschen und der amerikanischen Fonds. Während die Anlagepolitik der Fonds in der BRD konservativ und auf sog. Standardwerte der Großindustrie ausgerichtet ist, und damit sowohl den gesetzlichen Bestimmungen des § 7 KAGG als auch der auf Risikominimierung bedachten Zielsetzung der Fonds entspricht, ist der hohe Anteil der Aktien

1 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Die neuere Entwicklung des Investmentsparens, a.a.O., S. 9.

2 Vgl. ebenda, S. 8.

3 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 24. Jg. (1972), Nr. 5, S. 55.

der amerikanischen Investmentfonds Ausdruck einer auf Maximierung des Gewinns bzw. auf ein hohes Kapitalwachstum ausgerichteten aggressiven Anlagepolitik. Die amerikanischen Investmentgesellschaften lassen die Stabilität des Einkommens weitgehend außer Acht und orientieren sich in erster Linie an den erwarteten Kursgewinnen, während die deutschen Fonds Risiken nur insoweit eingehen, als die Stabilität des Einkommens nicht gefährdet wird[1].

Gemessen an der Verbreitung des Investmentsparens in den Vereinigten Staaten und dem in der Bundesrepublik zu beobachtenden Aufschwung war der Erfolg des Investmentsparens in der Schweiz[2] in den letzten Jahren recht bescheiden. Ein ausgeprägtes Wachstum konnte nur in den frühen sechziger Jahren festgestellt werden. Nach einer Untersuchung[3], die sich über den Zeitraum von 1959-1965 erstreckt, stieg der Aktienbestand der Investmentgesellschaften 1961 gegenüber dem Vorjahr um 200 v.H. auf 632 Mio. sfrs.. Dieser Bestand ging jedoch bis 1965 auf 405 Mio. sfrs. zurück. Da sich die Rückzahlungen zulasten der Fonds von 1968-1970 um fast die Hälfte verringert haben, dürfte sich der Bestand zwar in den folgenden Jahren wieder erhöht haben, aber der gesamte Wertpapierbestand der schweizerischen Investmentfonds stieg in den letzten Jahren langsamer als der der deutschen und amerikanischen Investmentfonds[4], eine Entwicklung, für die u.a. das im Jahre

1 Vgl. H. Sauvain, a.a.O., S. 366 ff.

2 Vgl. E.G. Renk, Der Investmenttrust, die kollektive Kapitalanlage in der Schweiz, a.a.O., S. 378 ff.; J. Baur, Das Investmentsparen in der Schweiz. "Bank-Betrieb", 8. Jg. (1968), S. 370 f.

3 Vgl. OECD, Switzerland Capital Markets Study, III. a.a.O., S. 561 ff.

4 Vgl. Abb. VII und VIII.

1967 in Kraft getretene Bundesgesetz über Anlagefonds[1] verantwortlich sein dürfte. Dieses Gesetz verpflichtet die Trusts, ihre Anteile jederzeit zum inneren Wert zurückzunehmen. Da viele Investmentsparer von dieser Möglichkeit Gebrauch machten, standen den Fonds zur Wertpapieranlage weniger Mittel als 1966 zur Verfügung. Von der Rückgabe von Zertifikaten waren die Investmentfonds mit ausländischen Wertpapieren besonders betroffen, weil deren Anleger über die von den Fonds vertriebenen ausländischen Papiere wenig konkrete Informationen hatten. Angesichts dieser mangelnden Publizitätsfreudigkeit und um die privaten Sparer künftig noch stärker zur kollektiven Kapitalanlage durch Investmentstrusts und zur Stärkung des Aktienmarktes zu bewegen, ist am 1. Februar 1971 eine weitere Verordnung erlassen worden, die vor allem Mißstände und Mißbräuche ausländischer Wertschriftenfonds beseitigen soll. Danach unterliegen künftig auch sämtliche ausländischen Fonds der Aufsicht schweizerischer Behörden[2].

---

1 Vgl. K. Amonn, Das Bundesgesetz über die Anlagefonds. "Die Aktiengesellschaft", 13. Jg. (1968), S. 227 ff., S. 254 ff.; E.G. Renk, Das neue schweizerische Anlagefondsgesetz. "Österreichisches Bankarchiv", 15. Jg. (1967), S. 279; o.V., Die schweizerischen Anlagefonds im Jahre 1967, a.a.O., S. 267 f.

2 Vgl. K. Kambér, Schweizerische Verordnung über die ausländischen Anlagefonds. "Wirtschaft und Investment". 14. Jg. (1971), H. 4, S. 24 f.

## II. Die Struktur der Kapitalnachfrage in den einzelnen Ländern nach Wirtschaftssektoren

### 1. Die Inanspruchnahme der Kapitalmärkte durch Wertpapieremissionen im Überblick

Die Anleger können nicht mehr Wertpapiere nachfragen, als öffentliche und private Emittenten zum Kauf anbieten. Eine Aufgliederung der Kapitalnachfrager nach Emittentengruppen macht die Art der Inanspruchnahme des Kapitalmarktes und mithin die Struktur der Kapitalnachfrage deutlich. Da die Tilgung älterer Anleihen das Wertpapierangebot vermindert und zugleich den Kapitalmarkt entlastet, weil die an die Anleger zurückfließenden Beträge zur Wiederanlage zur Verfügung stehen, ist es zweckmäßig, die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes anhand des Nettoabsatzes zu beurteilen[1]. Der durchschnittliche Marktanteil der Emittentengruppen am Nettoabsatz aller Wertpapiere bzw. aller festverzinslichen Wertpapiere in den einzelnen Ländern ergibt sich für die untersuchten Länder aus den nachfolgenden Abbildungen[2].

Ein Vergleich der Kapitalnachfragestruktur in den untersuchten Ländern zeigt, daß die verschiedenen Emittentengruppen die Kapitalmärkte in unterschiedlichem Maße in Anspruch nehmen. Während auf den europäischen Kapitalmärkten die Banken die wichtigste Nachfragergruppe darstellen, rangiert in den Vereinigten Staaten der öffentliche Sektor an erster Stelle, dicht gefolgt von den privaten Unternehmungen. Die Nettobeanspruchung des amerikanischen Rentenmarktes durch diese Sektoren belief sich von 1960-1970 durchschnittlich auf 28,7 v.H. bzw. 36,2 v.H. des Gesamtabsatzes festverzins-

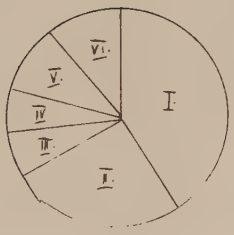
---

1 Vgl. R. Flöge, a.a.O., S. 63.

2 Vgl. Abbildungen IX, X, S.99f. dieser Arbeit.

Abb. IX: Die durchschnittlichen Marktanteile der Emittentengruppen am Nettoabsatz von Wertpapieren in den einzelnen Ländern von 1960-1970 (in v.H.)

*Vereinigte Staaten*

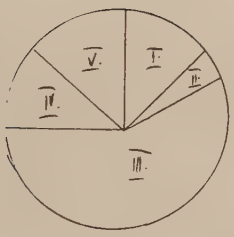



| | | |
|---|---|---|
| I. | - Öff. Sektor | (32,5 v.H.) |
| II. | - Priv. Unternehmungen | (31,3 v.H.) |
| III. | - Öff. Unternehmungen | (12,9 v.H.) |
| IV. | - Finanzsektor | ( 5,4 v.H.) |
| V. | - Ausland | ( 4,4 v.H.) |
| VI. | - Aktienemissionen inl. Emittenten | (13,4 v.H.) |

*Schweiz*

| | | |
|---|---|---|
| I. | - Öff. Sektor | ( 9,1 v.H.) |
| II. | - Priv. und öff. Unternehmungen | (18,5 v.H.) |
| III. | - Banken | (21,0 v.H.) |
| IV. | - Ausland | (13,5 v.H.) |
| V. | - Aktienemissionen inl. Emittenten | (37,9 v.H.) |

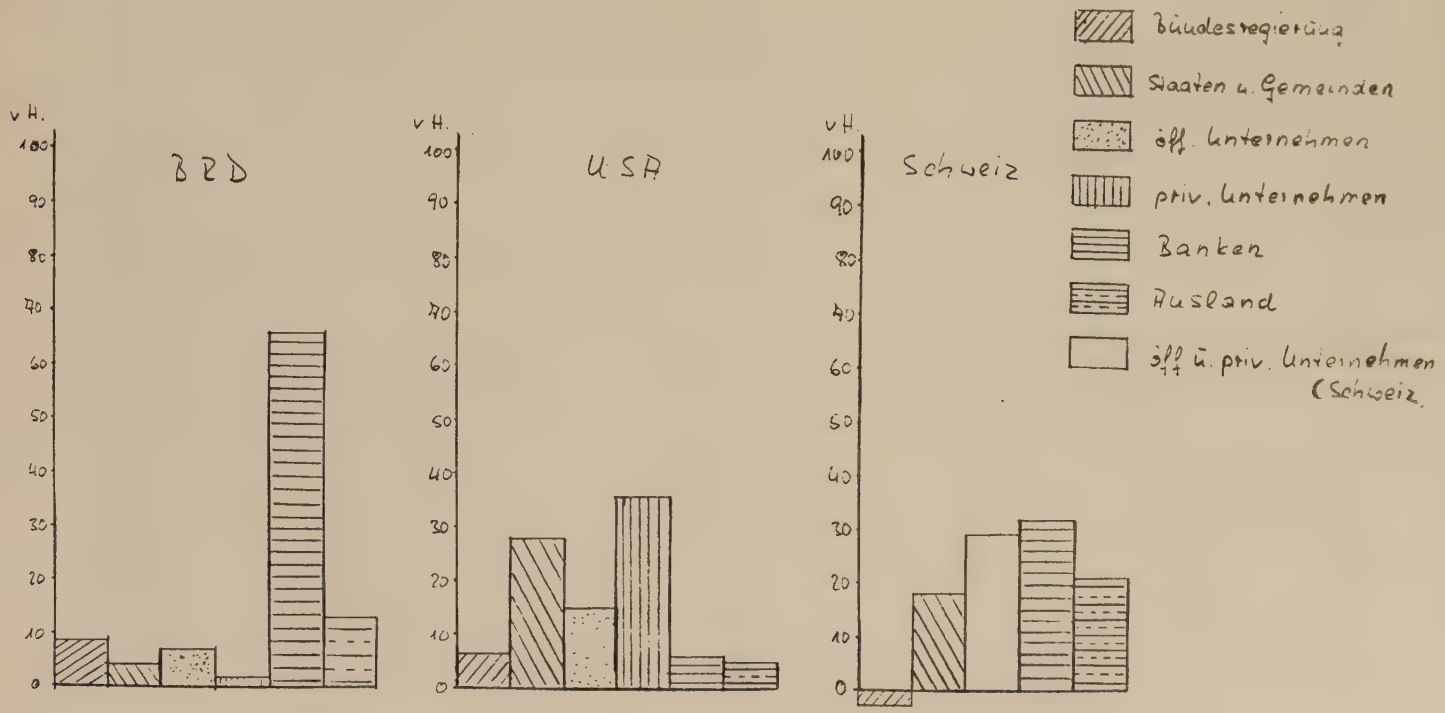
*Bundesrepublik Deutschland*




| | | |
|---|---|---|
| I. | - Öff. Sektor | (15,3 v.H.) |
| II. | - Unternehmungen | ( 1,3 v.H.) |
| III. | - Banken | (55,6 v.H.) |
| IV. | - Ausland | (10,8 v.H.) |
| V. | - Aktienemissionen inl. Emittenten | (17,0 v.H.) |

Quelle: Zusammengestellt aus den Tabellen XV, XVI, XVII im Anhang.

Abb. X: Die durchschnittlichen Marktanteile der Emittentengruppen am Nettoabsatz festverzinslicher Wertpapiere in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1960-1970 (in v.H.)




Quelle: Siehe Tabelle XXV im Anhang.

licher Wertpapiere. Die entsprechenden Anteile lauten für die Schweiz auf 18,7 v.H. bzw. 29,6 v.H.[1] und die BRD auf 3,3 v.H. bzw. 1,6 v.H.. Die stärkere Stellung der Banken als Nachfrager von Marktkapital in der BRD und der Schweiz ist fast ausschließlich auf die Existenz von Spezialinstituten des langfristigen Kredits zurückzuführen[2], die es in den Vereinigten Staaten von Amerika in der Form, wie sie in den europäischen Ländern auftreten, nicht gibt[3].

Was die Emissionstätigkeit des Staates im Untersuchungszeitraum betrifft, so unterlag sie weder in der BRD noch in der Schweiz so starken Schwankungen wie in den Vereinigten Staaten. So ist das Emissionsvolumen des Regierungssektors in den Vereinigten Staaten, das 1961 noch 15,2 Mrd. $ betrug, innerhalb eines Jahres auf ./. 15,5 Mrd. $, also um 30,7 Mrd. $ zurückgegangen.[4] In den folgenden Jahren stieg es zwar immer wieder an, es schwankte jedoch weiter außerordentlich stark, so daß die Emissionstätigkeit der amerikanischen Bundesregierung am Rentenmarkt über den gesamten Zeitraum von 1960-1970 mit 7,9 v.H. des Gesamtbetrages aller emittierten festverzinslichen Wertpapiere sehr niedrig ausfiel[5].

---

1 Private und öffentliche Unternehmungen.

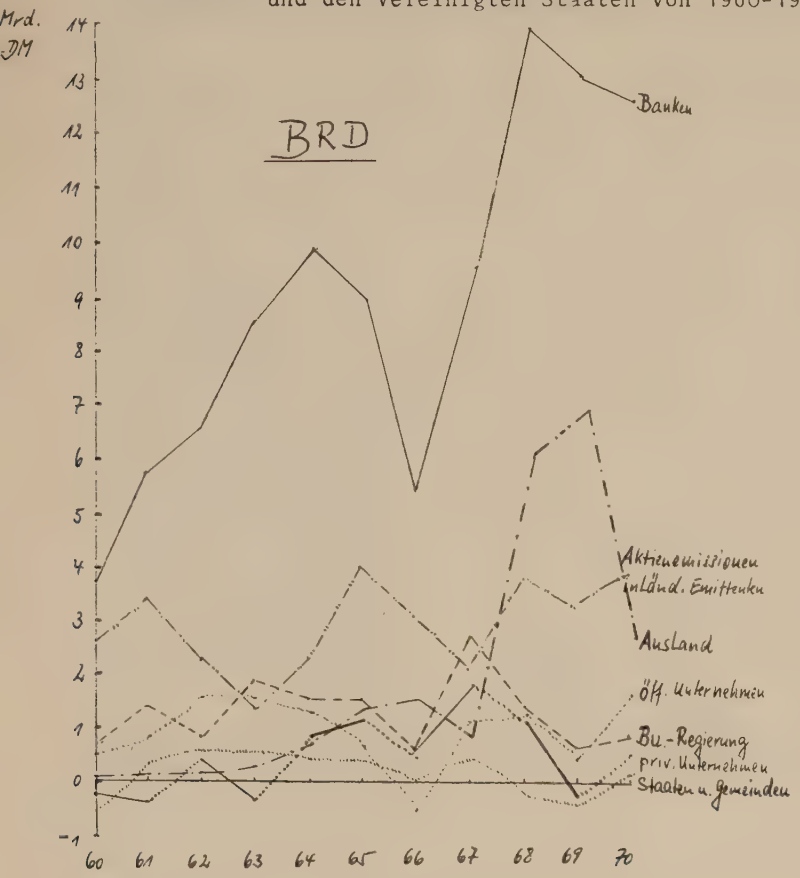
2 Vgl. hierzu ausführlich S.131ff.dieser Arbeit.

3 Vgl. hierzu S.131ff.dieser Arbeit.

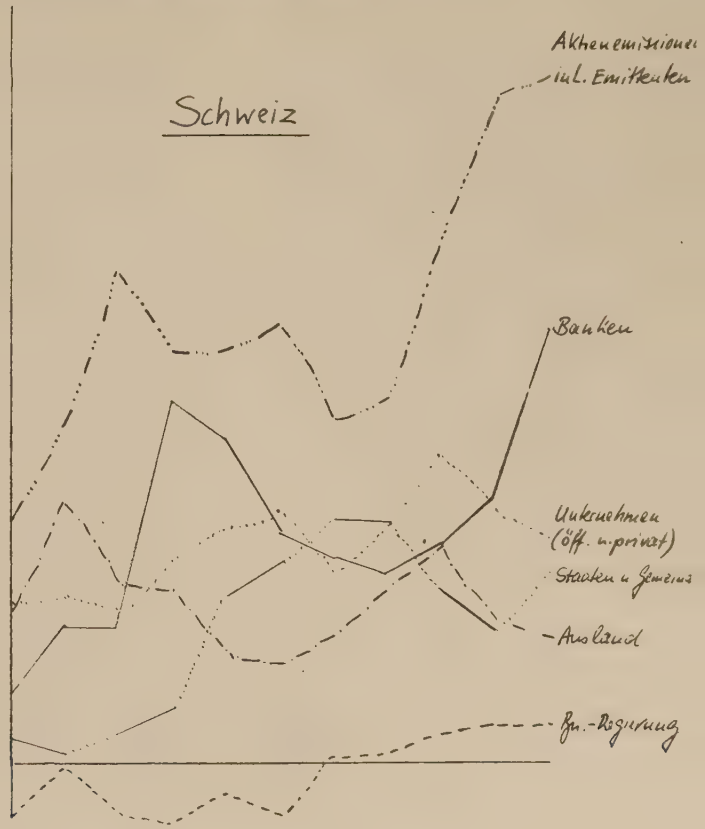
4 Vgl. Abbildung XI, S. 1o2 dieser Arbeit.

5 Vgl. Abbildung X, S. 1oo dieser Arbeit.

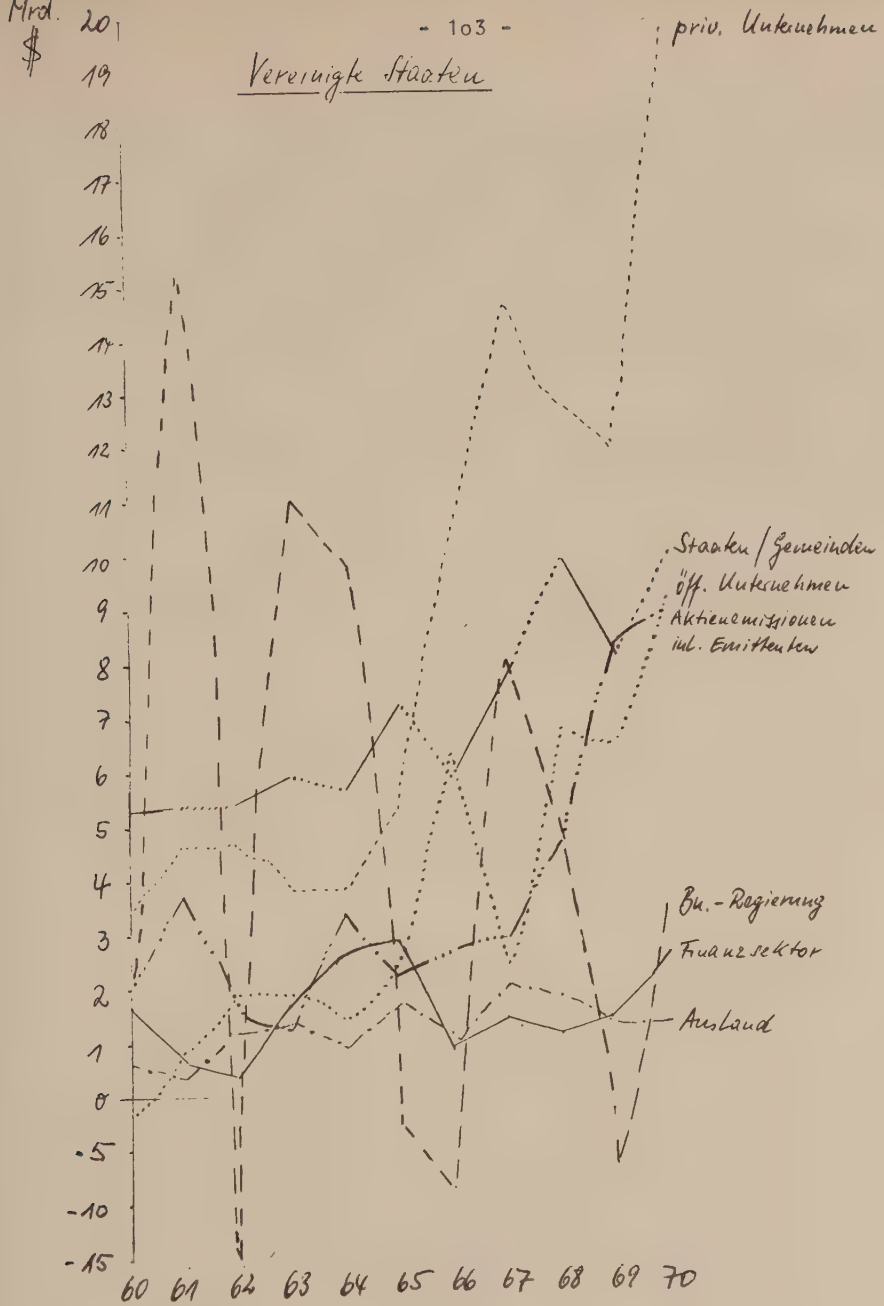
Abb. XI: Der Nettoabsatz von Wertpapieren nach Emittentengruppen in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1960-1970 in Mrd. der Landeswährung




Quelle: Tabelle XXV im Anhang.




Quelle: Tabelle XXV im Anhang.




Quelle: Tabelle XXV im Anhang.

## 2. Die Kapitalnachfrage der Unternehmungen

Die Analyse des Kapitalangebots hat gezeigt, daß dem Unternehmenssektor als Anbieter von Kapital am Kapitalmarkt nur geringe Bedeutung zukommt. Demgegenüber nimmt dieser Sektor auf der Nachfrageseite eine beachtliche Stellung ein.

Eine Möglichkeit zur Deckung des für die Finanzierung von Investitionen erforderlichen Mittelbedarfs ist die Selbstfinanzierung. Da zwischen dieser und der Emissionstätigkeit der Unternehmungen große Interdependenzen bestehen, wird zunächst auf die Bedeutung der Selbstfinanzierung in den untersuchten Ländern eingegangen.

### a. Die Entwicklung der Selbstfinanzierung

Da Selbstfinanzierung i.e.S.[1] die Einbehaltung von Gewinnen bedeutet, ist sie identisch mit der Nettoersparnis der Unternehmungen.

---

1 Im weiteren Sinne umfaßt die Selbstfinanzierung die Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen und Abschreibungen. Vgl. H.J. Mast, Über Funktion und Arbeitsweise des Kapitalmarktes. 1967, S. 5; o.V., Investition und Ersparnis in der Schweiz im Jahrzehnt 1960-1969. "Schweizerischer Bankverein, Bulletin", Nr. 2/1970, S. 20; G. Schmölders, Volkswirtschaftliche Probleme der sog. Selbstfinanzierung. Moderne Investitionsfinanzierung. Hrsg. G. Schmölders und H. Rittershausen, Köln 1958, S. 18; R. Bertsch, Die industrielle Unternehmung. Winterthur 1964, S. 66; Art. Betriebswirtschaftslehre (E. Gutenberg), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Stuttgart/Tübingen/Göttingen 1959, S. 131; K. Hagest, Selbstfinanzierung des Betriebs, Wesen, Methoden, Vorteile, Nachteile. Stuttgart 1952, S. 28.

In den Vereinigten Staaten von Amerika kommt der Selbstfinanzierung weit größere Bedeutung zu als auf dem europäischen Kontinent. Mit einer durchschnittlichen jährlichen Nettoersparnis von 33 v.H. (196o bis 1969) ist die Selbstfinanzierung in den Vereinigten Staaten erheblich über der der Schweiz mit 25 v.H. und der Bundesrepublik mit rd. 1o v.H.[1]. Während die Selbstfinanzierung in der Schweiz und in der Bundesrepublik von 196o bis 1966 wegen konjunkturbedingter Erlösminderungen einerseits und erheblich gestiegenen Kosten andererseits rückläufig war [2], stieg sie in den Vereinigten Staaten im gleichen Zeitraum dank gewährter Steuersenkungen und Abschreibungserleichterungen[3] sowie unter dem Einfluß einer aufwärtes gerichteten konjunkturellen Entwicklung kontinuierlich an.

Im Jahre 1966 und 1967 setzte eine Umkehr dieser Entwicklung ein. Während namentlich in der Schweiz und der Bundesrepublik von 1966 bis 1969 eine Steigerung der Selbstfinanzierung zu verzeichnen war - sie erreichte jedoch nicht die Höhe des Jahres 196o - sank dieser Anteil in den Vereinigten Staaten von Amerika auf 23,o v.H. und lag damit 1969 um 8 v.H. unter dem des Jahres 196o[4].

Im gleichen Zeitraum (196o-1969) stiegen die Abschreibungen in allen untersuchten Ländern kontinuierlich an. Angesichts der zunehmenden Kapitalintensität der Unternehmungen und des schnellen technischen Fortschritts, der eine beschleunigte

---

1 Vgl. Tabelle II im Anhang

2 Vgl. o.V., Die Entwicklung des Sparens im internationalen Vergleich, a.a.O., S. 7.

3 Vgl. K. Richebächer, Strukturelle Schwächen der europäischen Kapitalmärkte, a.a.O., S. 78.

4 Vgl. Tabelle II im Anhang

Erneuerung der Produktionseinrichtungen zur Folge hat, war der jährliche Zuwachs der Abschreibungen vielfach größer als der der unverteilten Gewinne[1].

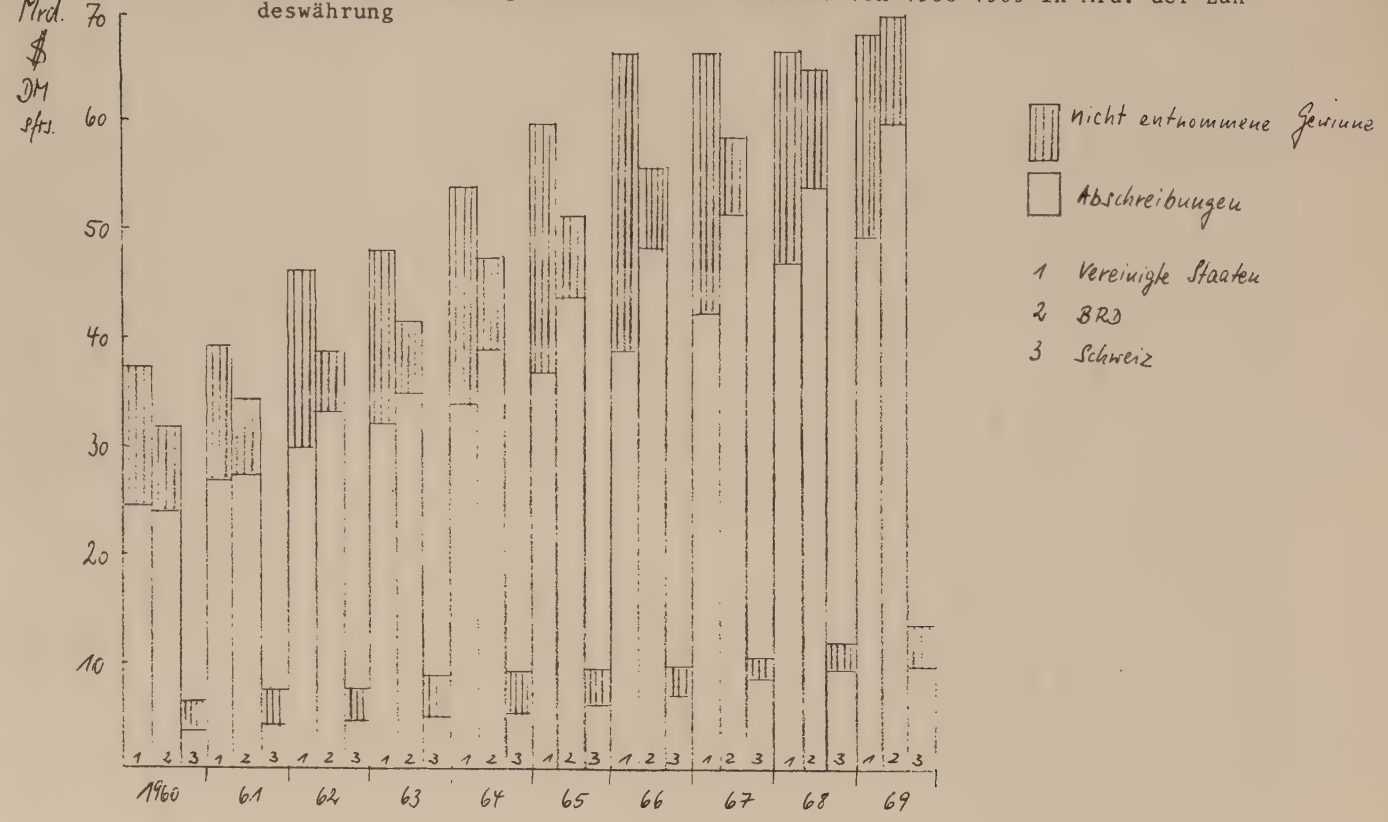
Abbildung XI zeigt, daß der Finanzierung aus Vermögensumschichtung, insbesondere aus Abschreibungsgegenwerten, in den untersuchten Ländern weitaus größere Bedeutung zukommt als der Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen[2].

---

1 Vgl. Abbildung XII, S. 1o7 dieser Arbeit.

2 Vgl. hierzu auch Art. Finanzierung im Ausland (L. Mülhaupt), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, begr. von H. Nicklisch, 3. völlig neu bearb. Aufl., Bd. II, Stuttgart 1958, Sp. 1838 f.

Abb. XII: Die Selbstfinanzierung i.w.S. der Unternehmungen in der BRD, der Schweiz und in den Vereinigten Staaten von Amerika von 1960-1969 in Mrd. der Landeswährung




Quelle: Tabelle I im Anhang.

b. Die Nachfrage nach Marktkapital

Zunehmende Investitionstätigkeit der privaten und öffentlichen Unternehmungen und sinkende Selbstfinanzierungsquoten rücken das Problem der Aufbringung von Marktkapital[1] immer stärker in den Mittelpunkt des Interesses. "Die jeweilige Beschaffenheit der Kapitalmärkte und der Trend, der diese Märkte gerade beherrscht, sind .. von besonderer Bedeutung für die Auswahl unter den Möglichkeiten"[2], die dem privaten und öffentlichen Unternehmenssektor zur Deckung ihres Kapitalbedarfs verbleiben. Wegen seiner hohen Konjunkturreagibilität und Krisenempfindlichkeit ist die Ergiebigkeit des Kapitalmarktes in den untersuchten Ländern dauernden Schwankungen unterworfen.

In der BRD und der Schweiz sind die privaten Unternehmungen als Emittenten am Anleihemarkt von geringer Bedeutung, während in den Vereinigten Staaten von Amerika gerade dieser Markt von den Unternehmungen besonders beansprucht wird[3].

1 Eine genaue Analyse der von Land zu Land abweichenden Kapitalmarktfinanzierung wird vor allem durch fehlende statistische Unterlagen in der Schweiz erschwert, so daß in diesem Land zum Teil nur Tendenzen über den Beitrag des Kapitalmarktes zur Finanzierung der privaten Wirtschaft aufgezeigt werden können.

2 E. Gutenberg, Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Dritter Band: Die Finanzen. Berlin-Heidelberg-New York 1969, S. 127.

3 Vgl. J. Kaufmann, Die Emission von Schuldverschreibungen der privaten Wirtschaft in den USA. Kölner Diss., 1965. - Die meisten Industrieanleihen in den USA haben die Form von Schuldverschreibungen (Straight debenteres), die eine durchschnittliche Laufzeit von 20-25 Jahren aufweisen; vgl. hierzu auch o.V., Recent Developments in the capital Markets. "Monthly Review", Federal Reserve Bank of New York, July 1966, S. 158 ff.; o.V., Recent Capital Market Developments. "Monthly Review", Federal Reserve Bulletin, May 1968, S. 405 ff.; o.V., Recent Capital Market Developments. "Monthly Review", Federal Reserve Bank of New York, July 1969, S. 147 ff.

So belief sich der Nettoabsatz von Schuldverschreibungen der privaten Wirtschaft in den Vereinigten Staaten von 196o-197o auf 96,o Mrd. $ und machte pro Jahr durchschnittlich 36,2 v.H. des gesamten Anleiheemissionsvolumens aus[1]. Im gleichen Zeitraum hat der amerikanische Aktienmarkt nur für 33,9 Mrd. $[2] neues Aktienkapital aufbringen müssen. Obwohl somit der Unternehmenssektor am gesamten Nettoabsatz von Aktien mit rd. 5o v.H. beteiligt war, blieb die Finanzierung der Unternehmungen durch Aktien insgesamt gesehen relativ unbedeutend[3]. Denn die amerikanischen Aktienbörsen haben ihre Funktion als Finanzierungsquelle (primary market) weitgehend verloren und sich hauptsächlich zu einem Handelsmarkt (secondary market) entwickelt[4]. Das wird besonders deutlich, wenn man die Aktienemissionen mit dem Umlauf an Aktien vergleicht. Im Jahre 1970 machten die Aktienemissionen mit einem Nettoabsatz von 6,8 Mrd. $ nur 0,7 v.H. des Gesamtvolumens der umlaufenden Aktien aus (Ende 1970 = 911,6 Mrd. $[5]). Wie die nachstehende Tabelle verdeutlicht, war der Nettoabsatz an Aktien im Jahre 1970 im Vergleich zu den Vorjahren sogar noch außerordentlich hoch.

---

1 Vgl. Tabelle XVIII im Anhang.

2 Vgl. Tabelle XXV im Anhang.

3 Vgl. Tabelle XI, S. 11o dieser Arbeit.

4 Vgl. K. Richebächer, Trend zur Universalbank. "Der Volkswirt", 21. Jg. (1967), Beiheft zu Nr. 42 vom 2o. Okt. 1967, S. 4 ff.

5 Vgl. Federal Reserve Bulletin, a.a.O., S. A47.

Tabelle XI - Die Aufnahme externer Finanzierungsmittel der Unternehmungen in den Vereinigten Staaten von Amerika 1962-1971[1] in Mrd.$ bzw. v.H. der gesamten Mittelaufbringung der Unternehmungen

| Jahr | Wertpapiere | | | | | Hypotheken | | Bankkredite | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Aktien | | Obligationen | | Total | | | | |
| | Mrd. $ | v.H.[2] | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. |
| 1962 | 0,6 | 0,9 | 4,6 | 7,3 | 5,2 | 2,9 | 4,6 | 2,5 | 3,9 |
| 1963 | -0,3 | -0,4 | 3,9 | 5,9 | 3,6 | 3,5 | 5,3 | 2,9 | 4,4 |
| 1964 | 1,4 | 2,0 | 4,0 | 5,7 | 5,4 | 3,3 | 4,7 | 3,6 | 5,1 |
| 1965 | 0,0 | 0,0 | 5,4 | 6,1 | 5,4 | 3,2 | 3,6 | 9,3 | 10,6 |
| 1966 | 1,0 | 1,1 | 10,1 | 10,6 | 11,1 | 2,2 | 2,3 | 7,6 | 8,0 |
| 1967 | 2,3 | 2,4 | 14,7 | 15,6 | 17,0 | 4,5 | 4,8 | 6,4 | 6,8 |
| 1968 | -0,8 | -0,7 | 12,9 | 11,7 | 12,1 | 5,8 | 5,3 | 9,6 | 8,7 |
| 1969 | 4,3 | 3,6 | 12,1 | 10,2 | 16,4 | 4,3 | 3,6 | 10,9 | 9,2 |
| 197o | 6,7 | 4,3 | 2o,2 | 18,8 | 26,9 | 5,2 | 3,o | 2,2 | 2,1 |
| 1971 | 13,4 | 1o,4 | 19,4 | 13,3 | 32,8 | 11,1 | 8,7 | 3,3 | 2,4 |

[1] Abweichungen ergeben sich bei den einzelnen Beträgen gegenüber den vorherigen Zahlenangaben aufgrund voneinander abweichenden statistischen Erhebungspraktiken in dem jeweiligen Land.

[2] Die Prozentzahlen sind bezogen auf die von den Gesellschaften insgesamt aufgebrachten Mittel.

Quelle: Survey of Current Business, Febr. 1967, S. 18; Nov. 1970, S. 20, Aug. 1972, S.36.

Tabelle XII - Die Aufnahme externer Finanzierungsmittel der Unternehmungen in der Bundesrepublik 1962-1971[1] in Mrd.DM bzw. v.H. der gesamten Mittelaufbringung der Unternehmungen

| | Wertpapiere | | | | | Bankkredite | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Aktien | | Obligationen | | Total | kurzfr. | | langfr. | | Total |
| | Mrd. $ | v.H.[2] | Mrd. | v.H. | Mrd. $ | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ |
| 62 | 2,1 | 3,5 | 2,2 | 3,7 | 4,3 | 2,6 | 4,3 | 9,0 | 15,0 | 11,6 |
| 63 | 1,3 | 2,0 | 2,0 | 3,1 | 3,3 | 3,3 | 5,1 | 8,8 | 13,7 | 12,1 |
| 64 | 2,1 | 2,8 | 1,6 | 2,1 | 3,7 | 5,1 | 6,8 | 9,0 | 12,0 | 14,1 |
| 65 | 4,7 | 5,6 | 0,9 | 1,0 | 5,6 | 6,2 | 7,4 | 10,4 | 12,3 | 16,6 |
| 66 | 2,8 | 3,6 | -0,4 | -0,5 | 2,4 | 5,6 | 7,2 | 8,8 | 11,3 | 14,6 |
| 67 | 2,3 | 2,9 | 1,7 | 2,1 | 4,0 | 3,6 | 4,9 | 9,3 | 12,6 | 12,9 |
| 68 | 2,3 | 2,9 | 1,0 | 1,0 | 3,8 | 4,8 | 5,0 | 9,7 | 10,0 | 14,5 |
| 69 | 2,7 | 2,3 | 0,3 | 0,3 | 3,0 | 19,6 | 16,8 | 18,1 | 15,5 | 37,7 |
| 70 | 3,3 | 2,4 | 1,4 | 1,0 | 4,7 | 11,8 | 8,5 | 19,7 | 14,1 | 31,5 |
| 71 | 4,8 | 2,3 | 3,8 | 1,8 | 8,6 | 15,6 | 7,7 | 39,7 | 19,7 | 55,3 |

[1] Die Abweichungen ergeben sich bei den einzelnen Beträgen gegenüber den vorherigen Zahlenangaben aufgrund voneinander abweichenden statistischen Erhebungspraktiken in dem jeweiligen Land.

[2] Die Prozentzahlen sind bezogen auf die von den Gesellschaften insgesamt aufgebrachten Mittel.

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 15. Jg. (1963), Nr. 5, S. 15; Jg. 18 (1966), Nr. 4, S. 17; Jg. 21 (1969), Nr. 5, S. 10; Jg. 23 (1971), Nr. 5, S. 22.

Tab. XIII: Die Aktienemissionen[a] in den Vereinigten Staaten von Amerika 1966-1970 (Mio-Dollar)

| Jahr | Emissionen | Zurücknahmen | Nettoveränderungen |
|---|---|---|---|
| 1966 | 4.169 | 3.000 | 1.169 |
| 1967 | 4.664 | 2.397 | 2.267 |
| 1968 | 6.057 | 6.959 | ./. 900 |
| 1969 | 9.318 | 5.045 | 4.272 |
| 1970 | 9.213 | 2.411 | 6.801 |

[a]Stamm- und Vorzugsaktien

Quelle: Federal Reserve Bulletin, a.a.O., S. A47.

In der Schweiz bestand - im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten von Amerika - eine gewisse Präferenz der Unternehmungen für die Aktienfinanzierung, die zum Ende der siebziger Jahre rd. 30 v.H. der Gesamtfinanzierung ausmachte[1]. Als Grund hierfür wird vielfach die vergleichsweise hohe Anzahl von Aktiengesellschaften genannt. Allerdings waren von den rd. 60.000 schweizerischen Aktiengesellschaften im Jahre 1969[2] - die BRD wies im gleichen Jahr nur rd. 2.5oo Aktiengesellschaften aus - die Aktien von nur rd. 230 Gesellschaften an der Börse kotiert, während der größte Teil der Gesellschaften den außerbörslichen Markt[3] beanspruchte[4].

1 Vgl. OECD, The capital market in switzerland, a.a.O., S. 16; OECD, Financial Statistics, 1970 I, 1971 IV, 1972 Supplement 4 B, Tab. I C/3.

2 Vgl. Schweizerisches Statistisches Jahrbuch, Basel, 78. Jg. (1970), S. 387.

3 Nach dem Kriterium der Markttransparenz kann der Schweizer Aktienmarkt in den börslichen und außerbörslichen Markt aufgespalten werden. Letzterer umfaßt den privaten Aktienmarkt. Vgl. B. Laube, a.a.O., S. 24 f.

4 Vgl. Tabelle XXIII im Anhang.

Diese Diskrepanz ist charakteristisch für den schweizerischen Aktienmarkt. Denn häufig sind die Aktiengesellschaften Familienbetriebe oder Immobiliengesellschaften, die von einer Kotierung ausgeschlossen sind. Ebenso gilt die Nichtzulassung zum amtlichen Börsenhandel für Gesellschaften, deren Aktien sich zum größten Teil in festen Händen, vielfach im Besitz von Holdinggesellschaften, befinden[1]. Die Kotierung bringt zwar erhebliche Vorteile mit sich, doch neigen die Gesellschaften aus bestimmten Gründen[2] dazu, den Anteil der kotierten Aktien möglichst gering zu halten. Der größte Teil der neu emittierten Aktien wird deshalb direkt bei privaten Investoren placiert.

Auch in der BRD dominiert in der Unternehmensfinanzierung mittels Marktkapital die Aktienfinanzierung. Am deutschen Aktienmarkt wurde von 1960 bis 1970 ein Nettoemissionsvolumen von rd. 25 Mrd. DM untergebracht gegenüber nur 2,1 Mrd. DM am Anleihemarkt[3]. Im Durchschnitt der Jahre 1955-1970 betrug der Anteil der Unternehmungen am Nettoabsatz von Anleihen lediglich 3,6 v.H.[4]. In den Jahren 1968/69 waren die Tilgungen sogar größer als die Neuemissionen. Die langfristige Fremdfinanzierung ist, insbesondere in Phasen einer restriktiven Zentralbankpolitik, offensichtlich zu teuer, so daß die Unternehmer es in Hochzinsperioden vorziehen, sich kurzfristig zu verschulden und die Emission

1 Vgl. OECD, The capital market in Switzerland, a.a.O., S. 33; B. Laube, a.a.O., S. 78.

2 Die Gründe, die eine Umgehung der Börse rechtfertigen, sind primär im schweizerischen Aktienrecht zu suchen. Vgl. H. Gericke, Die Börsenzulassung von Wertpapieren in Deutschland, der Schweiz und den Niederlanden unter Berücksichtigung der Emissionsgepflogenheiten. Wiesbaden 1961, S. 91.

3 Vgl. Tabelle XIX im Anhang; OECD, Financial Statistics, 1970 I, 1971 IV, 1972 Supplement 4 B Tab. I C/3.

4 Die Emission von Industrieobligationen erreichte 1955-1958 noch einen Anteil von 11 v.H. bis 25 v.H.. Vgl. Tabelle XIX im Anhang.

von Aktien zurückzustellen.Zum Teil erklärt sich die relativ schwache Finanzierung über Obligationen mit der Bildung von Pensionsrückstellungen, zum Teil aber auch mit steuerlichen Gründen[1]. Außerdem besitzen die Unternehmungen in der Aufnahme von Schuldscheindarlehen[2] eine Möglichkeit der Fremdkapitalbeschaffung, die gegenüber der Anleiheemission erhebliche Vorteile aufweisen kann.[3]

Zusammenfassend ist festzustellen, daß der privaten Wirtschaft als Emittent am Kapitalmarkt in den untersuchten Ländern recht unterschiedliche Bedeutung zukommt. Hierfür sind insbesondere die Vorliebe der deutschen und schweizerischen Unternehmungen für eine Finanzierung durch Aufnahme langfristiger Bankkredite und von Schuldscheindarlehen,die verschieden hohe Selbstfinanzierung in den einzelnen Ländern sowie steuerliche Gesichtspunkte verantwortlich. Wenn im Untersuchungszeitraum die Industrieobligationen in den europäischen Ländern von anderen Finanzierungsformen verdrängt wurde, ist der Hauptgrund zweifellos in den verhältnismäßig hohen einmaligen und laufenden Kosten zu suchen,die in Verbindung mit

---

1 Vgl. hierzu ausführlich H. Raida, Motive der Kapitalgeber für die Fremdfinanzierung der Industrie. "Der langfristige Kredit", 24. Jg. (1973), S. 222 ff.

2 Die Finanzierung mittels Schuldscheindarlehen wird in dieser Analyse nicht ausführlicher erläutert, da die Schuldscheindarlehen dem nicht organisierten Kapitalmarkt zuzurechnen sind.

3 Auf die betriebswirtschaftlichen Vorteile dieser Finanzierungsform gegenüber anderen Finanzierungsmitteln kann nicht eingegangen werden. Vgl. hierzu ausführlich H. Reinboth, Schuldscheindarlehen als Mittel der Unternehmensfinanzierung. Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Hrsg. L. Mülhaupt, Bd. 2, Wiesbaden 1965; H.O. Witte, Schuldscheindarlehen. Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Hrsg. Ph. Möhring und Hch. Rittershausen, Bd. 41, Frankfurt a.M. 1966.

einem relativ hohen Zinsniveau den Rentenmarkt für die Industrie uninteressant machten und die Finanzierung mittels Schuldscheindarlehen einen beachtlichen Aufschwung nahm. Zwar besteht zwischen den einzelnen Finanzierungsformen Substitionskonkurrenz, doch wird keine Finanzierungsform vollkommen durch eine andere verdrängt[1].

Exkurs: Die Nachfrage der Unternehmungen nach Bankkrediten

Für den Unternehmenssektor stellt die Aufnahme von Bankkrediten innerhalb gewisser Grenzen eine Alternative zur Beteiligungsfinanzierung, zur Finanzierung aus vorübergehend oder endgültig freigesetzten Mitteln sowie zur Aufnahme von Marktkapital dar. Der Mittelbeschaffung durch Aufnahme kurz- und langfristiger Kredite wird vor allem in der BRD größere Bedeutung beigemessen als der Kapitalbeschaffung am Effektenmarkt[2].

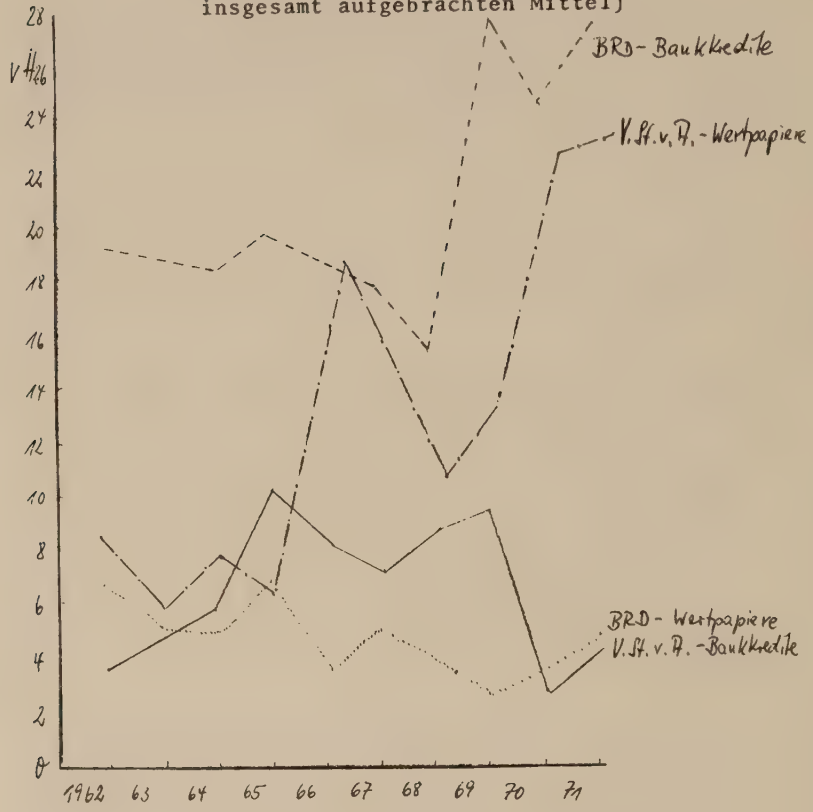
Die deutschen Großbanken sowie ein großer Teil des übrigen privaten Bankgewerbes betrachten die Kreditversorgung der Industrie als eine ihrer wichtigsten Aufgaben[3]. Neben der fristenkongruenten Finanzierung der Investitionen mittels langfristiger Darlehen, die häufig als Ersatz für die Finanzierung mittels Industrieobligationen angesehen wird, spielen die kurzfristigen Bankkredite zur Vorfinanzierung der Investitionen

1 Vgl. E. Plan, Aspekte des amerikanischen Kapitalmarktes. "Wirtschaftsberichte der Creditanstalt Bankverein", Wien 1954, S. 15 ff.

2 Vgl. Abbildung XIII, S. dieser Arbeit.

3 Vgl. H. Deuss, Wandlungsprozesse in der Industriefinanzierung. "Der Volkswirt", 16. Jg. (1962), Beilage zu Nr. 43, S. 20 ff.

Abb. XIII: Die Finanzierung der Unternehmungen in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika mittels Marktkapital und Bankkredite von 1962-1971 (in v.H. der insgesamt aufgebrachten Mittel)




Quelle: Vgl. Tabelle XI, XII, S. 11of dieser Arbeit.

insbesondere in Zeiten starken Wirtschaftswachstums und in Hochzinsperioden, eine große Rolle[1]. So war der Anteil der kurzfristigen Bankkredite z.B. in den fünfziger Jahren zunächst außerordentlich hoch[2], einerseits weil längerfristige Mittel nicht in ausreichendem Maße zur Verfügung standen, zum anderen weil es wegen des hohen Zinsniveaus auf lange Sicht günstiger war, sich in Erwartung eines sinkenden Kapitalmarktzinsniveaus kurzfristig zu höherem Zinssatz zu verschulden, um später die kurzfristigen Kredite durch billigere Kapitalmarktmittel abzulösen[3].

Die langfristigen Bankkredite erlangten in den sechziger Jahren, insbesondere in den Jahren 1966-1969, große Bedeutung. Die Ursachen für diese Entwicklung sind zu einem großen Teil darin zu suchen, daß der Umfang der Selbstfinanzierung nicht mit dem langfristigen Kapitalbedarf der Unternehmungen Schritt halten konnte. Bei einer Vielzahl von Unternehmungen scheiterte die notwendige Verstärkung der Eigenkapitalbasis entweder an der Rechtsform oder an der fehlenden Bereitschaft, neue Geschäftspartner aufzunehmen. Das Ausweichen in den langfristigen Kredit war in diesen Fällen eine willkommene Alternative[4].

---

1 Vgl. E. Thiess, Kurz- und mittelfristige Finanzierung. Die Wirtschaftswissenschaften, Hrsg. E. Gutenberg, Reihe A., Beitrag Nr. 24, Wiesbaden 1958, S. 11; R. Dorner, Die Industriefinanzierung über den Effektenmarkt vor der Währungsreform bis Ende 1956. Münchener Diss., 1960, S. 52.

2 Vgl. H. Schlembach, Die Industrie am Kapitalmarkt. Beiträge des Deutschen Industrieinstituts, Köln, 5. Jg. (1967), Heft 2, S. 10.

3 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 18. Jg. (1966), April, S. 16.

4 Vgl. L. Mülhaupt, Strukturwandlungen im westdeutschen Bankwesen, a.a.O., S. 201.

Allein in den Jahren 1968/69 nahmen die langfristigen Bankkredite an Industrieunternehmungen um fast 1oo v.H., von 9,7 Mrd. DM auf 18,1 Mrd. DM zu[1]. Diese Expansion wurde durch die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen ausgelöst, die aus den einbehaltenen Gewinnen allein nicht finanziert werden konnte. Zu dem konjunkturell bedingten Mehrbedarf an Finanzierungsmitteln kam hinzu, daß der Unternehmenssektor die Folgen der DM-Aufwertung (1969) zu spüren bekam[2]. Vielfach mußten die Unternehmungen ihre durch Aufnahme von Auslandskrediten eingegangenen Verbindlichkeiten durch kurzfristige Kredite inländischer Banken ersetzen[3], so daß auch die Nachfrage nach kurzfristigen Krediten gegenüber dem Vorjahr um das Vierfache anstieg.

Auch die amerikanischen Unternehmungen pflegen ihre Investitionen teilweise mit sog. term-loans[4] zu finanzieren. Es handelt sich um Kredite an die Wirtschaft zum Zwecke der Investitionsfinanzierung mit einer Laufzeit bis zu 10 Jahren. Allerdings machen die amerikanischen Unternehmungen von dieser Möglichkeit i.d.R. nur dann Gebrauch, wenn die Konditionen am Markt für Industrieobligationen zu ungünstig sind. Die Vorfinanzierung von Investitionen mit Hilfe kurzfristiger Kredite ist nicht so ausgeprägt wie in der BRD.

---

1 Die gesamten Bankkredite (kurz- und langfristige) stiegen im gleichen Zeitraum um 150 v.H., von 14,5 Mrd. DM auf 37,7 Mrd. Dm. Vgl. Tabelle XII, S. 111 dieser Arbeit.

2 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 22. Jg. (1970), Mai, S. 11 ff.

3 Vgl. ebenda, S. 14.

4 Vgl. H.G. Guthmann/H.E. Dougall, Corporate Financial Policy. Englewood Cliffs, N.J., 3. Aufl. (1961), S. 458; vgl. hierzu auch J. Süchting, Der längerfristige Bankkredit und seine Sicherheit in den USA. "Blätter für Genossenschaftswesen", 110. Jg. (1964), S. 70; derselbe, Entwicklung und Probleme des längerfristigen Bankkredits in den USA. "Bank-Betrieb", 6. Jg. (1966), S. 99.

Die unterschiedlichen Finanzierungspraktiken der Unternehmungen in der BRD und in den Vereinigten Staaten zeigen sich besonders deutlich, wenn man die Finanzstruktur der Unternehmungen in diesen beiden Ländern miteinander vergleicht.

Tab. XIV: Die Finanzstruktur der Unternehmungen in der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika hinsichtlich der Aufnahme von Marktkapital

| | Jahresdurchschnitt 1962/71 | | | |
|---|---|---|---|---|
| | Vereinigte Staaten von Amerika | | B R D | |
| | Mrd. $ | v.H. | Mrd. DM | v.H. |
| Mittelaufkommen | 93,4 | 100,0 | 93,1 | 100,0 |
| Anleihen u. Aktien | 13,3 | 14,2 | 4,34 | 4,4 |
| Bankkredite | 3,8 | 4,1 | 21,0 | 22,3 |

Quelle: Zusammengestellt aus den Tabellen XI, XII, S.11o/111

Über die Kreditnachfrage der Unternehmungen in der Schweiz lassen sich statistisch fundierte Aussagen nicht machen, so daß sich die folgenden Ausführungen lediglich auf verbale Aussagen aus der Literatur stützen[1].

1 Vgl. OECD, The capital market in switzerland, a.a.O., S. 15 ff.; A. Schäfer, Der schweizerische Geld- und Kapitalmarkt. "Wirtschaft und Recht", 2. Jg. (1950), Zürich, S. 253 ff.; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 39. Jahresbericht 1968/69, Basel, S. 63 f.; derselbe, 40. Jahresbericht 1969/70, Basel, S. 75 f.; H.R. Wuffli, Bankkredit und Selbstfinanzierung. Schriftenreihe der Schweizerischen Kreditanstalt. Bd. 11, o.J., S. 3 ff.; H.J. Mast, Zur Unternehmensfinanzierung in Europa. Schriftenreihe der Schweizerischen Kreditanstalt, Bd. 10, o.J., S. 1 ff.; H.R. Wuffli, Die Banken als Kreditgeber. Schriftenreihe der Schweizerischen Kreditanstalt, Bd. 22, o.J., S. 3 ff.

Das Kreditvolumen stieg Ende der sechziger Jahre so stark an, daß eine Beschränkung der Kreditexpansion[1] erforderlich wurde. Davon betroffen war insbesondere der Unternehmenssektor, dessen Kreditnachfrage[2] je nach der konjunkturellen Situation schwankte. Infolge des starken Investitionsbooms in den Jahren 1969/1970 entfiel deshalb der überwiegende Teil der neu gewährten Kredite auf die Unternehmungen, was sich u.a. in einer erheblichen Zunahme der hypothekarischen Verschuldung der Unternehmungen niederschlug. Obwohl die schweizerischen Unternehmungen bislang die Kapitalbeschaffung über den Wertpapiermarkt der Bankkreditfinanzierung vorzogen, hat sich in den letzten Jahren die Investitionsfinanzierung stärker auf die Banken verlagert.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die Finanzierungspraktiken der Unternehmungen in den Vereinigten Staaten und der Schweiz erheblich von denjenigen in der BRD abweichen. Die deutsche Industrie "sucht für einen wachsenden Teil ihrer Investitionen nach Möglichkeiten einer Bankkreditfinanzierung, deren Fristen auf den immer kürzer werdenden Zeitraum der Abschreibungen und des Mittelrückflusses (return on investment) abgestellt sind"[3]. Sie strebt bewußt eine "kongruente Finanzierung" für jene Investitionen an, die vor allem infolge des technischen Fortschritts schneller als früher veralten[4]. Obwohl große Unternehmungen im allgemeinen

---

1 Vgl. o.V., Kreditsektor trägt Hauptlast der Schweizer Antiinflationspolitik. "Bank-Betrieb", 13. Jg. (1973), S. 199 f.

2 Eine Unterteilung der Kreditnachfrage der Unternehmungen in kurz- und langfristige Kredite ist nicht möglich.

3 Westfalenbank AG, Bochum, Geschäftsbericht über das Geschäftsjahr 1969, S. 18.

4 Vgl. ebenda.

in der Lage sind, Aktien- und Anleiheemissionen unterzubringen, bevorzugen sie den langfristigen Kredit, auch in dem Bestreben, gegenüber den Banken einen größeren Spielraum bei der Finanzierung mit Bankkrediten zu gewinnen sowie durch die Inanspruchnahme von Bankkrediten die Eigenkapitalrentabilität zu steigern (leverage-effect)[1]. Allerdings stößt eine solche Finanzierungspraxis auch auf Kritik, weil sie den im internationalen Vergleich ohnehin niedrigen Eigenkapitalanteil[2] der deutschen Unternehmungen noch weiter absinken läßt. Eine Verbesserung der Eigenkapitalausstattung ist aber auch erforderlich, wenn die Kreditfinanzierung im bisherigen oder gar steigenden Umfang fortgeführt und die Existenz der Unternehmung in Krisenzeiten gesichert werden soll.

### 3. Die Kapitalnachfrage der öffentlichen Hand

#### a. Die Finanzierungsbedürfnisse der öffentlichen Hand und die Problematik ihrer Kapitalmarktverschuldung

Regierungen, Gebietskörperschaften und verstaatlichte Industrien nehmen zur Erfüllung ihrer Aufgaben erhebliche Mittel am Kapitalmarkt auf [3]. Die Höhe dieser Mittel, die Art ihrer Aufbringung, die Modalitäten der Tilgung

---

1 Vgl. L. Mülhaupt, Strukturwandlungen im westdeutschen Bankwesen, a.a.O., S. 201 f.

2 Vgl. G. Wohlgemuth, a.a.O., S. 293; siehe auch H. Vormbaum, Die Finanzierung der Betriebe, Wiesbaden 1971, S. 139 ff. und die dort angegebene Literatur.

3 Vgl. E. Dammroff, Finanzierung der Infrastruktur. Baseler Diss., 1970, S. 26 ff.; A. Möller, Finanzpolitik und Kapitalmarkt. Vortragsveranstaltung der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf am 4. März 1970, S. 22; R. Nöll von der Nahmer, Lehrbuch der Finanzwissenschaft. Bd. 1, Allg. Finanzwissenschaft, Köln-Opladen 1964, S. 298.

und der Konsolidierung der öffentlichen Schuld werden von der Finanzpolitik der öffentlichen Hand bestimmt. Diese weicht in den untersuchten Ländern so erheblich voneinander ab, daß Stellung und Grad der Einflußnahme der öffentlichen Hand auf den Rentenmarkt von Land zu Land divergieren. Bei ausreichendem Steueraufkommen und einer entsprechenden Tarifgestaltung für öffentliche Dienstleistungen kann die Kapitalmarktfinanzierung der öffentlichen Hand relativ unbedeutend sein[1].

Der Einfluß des Staates auf den Kapitalmarkt beschränkt sich nicht nur auf Art und Umfang dessen Inanspruchnahme; vielmehr hat der Staat kraft seiner Bedeutung als Nachfrager die Möglichkeit, sich durch gesetzliche Vorschriften Sondervorteile zu verschaffen[2], was zu strukturellen Ungleichgewichten und Störungen des Marktes führen kann.

Dieses trifft immer dann zu, wenn die Aufnahmefähigkeit des Marktes zwar begrenzt ist, der Staat seine Anleihepläne jedoch "um jeden Preis" durchsetzen will

1 Vgl. Segré-Bericht, a.a.O., S. 134.

2 Vgl. K. Flachmann, Kapitalmarktpolitische Reflexionen. "ZfgK", 25.Jg. (1972), S. 954 ff.; D. Ungnade, Das rentenmarktpolitische Instrumentarium."ZfgK", 25. Jg. (1972), S. 952 ff.;Der Staat hat eventuell unter Rückgriff auf Steuermittel die Möglichkeit, seine Preise für Wertpapiere günstiger zu setzen als die Daueremittenten das vermögen. H.-D. Hessler, Gegenwartsprobleme staatlicher Anleihepolitik. Forschungsberichte des Landes Nordrhein-Westfalen.Hrsg. von L. Brandt, Nr. 1373, Köln und Opladen 1964, S. 86.

und sie mit solchen Konditionen versieht, die ein entsprechendes Angebot hervorrufen. Allerdings kann ein solcher Versuch bei den Anlegern auf psychologische Hemmnisse stoßen und verhindern, daß das erwartete Angebot auch tatsächlich erreicht wird. Eine Zurückhaltung der Anleger gegenüber staatlichen Anleiheplänen ist vielfach auf "ein grundsätzliches Mißtrauen gegenüber der staatlichen Finanzpolitik - nicht nur der Gegenwart, sondern auch gerade der Vergangenheit"[1] - zurückzuführen. Nicht allein die Ausstattung der staatlichen Anleihen ist demnach für den Anleger entscheidend, sondern vor allem auch die Solidität der staatlichen Finanzpolitik. Letztere wird in der BRD in der Regel danach beurteilt, ob der Staat bestimmte Verschuldungsgrundsätze[2] beachtet oder nicht. Die Nichtbeachtung dieser Grundsätze führt im allgemeinen dazu, daß die Verschuldung des Staates stark anwächst , die den Sparer und Anleihezeichner vor allem dann abschrecken, wenn nicht an einen Abbau dieser Schulden gedacht wird[3]. Die Emissionen der öffentlichen Hand begegnen daher beim Anlegerpublikum oft einer viel größeren Aufmerksamkeit als private Schuldtitel. Oft ruft schon die Ankündigung, eine Anleihe auflegen zu wollen, eine allgemeine Zinssteigerung hervor, die wegen der Interdependenz der Teilmärkte auch den Aktienmarkt beeinflußt. Gerade dieser zinsstei-

1 H.-D. Hessler, Gegenwartsprobleme staatlicher Anleihepolitik, a.a.O., S. 111 f.

2 Vgl. F.K. Vialon, Haushaltsrecht - Haushaltspraxis - Kommentar zur Haushaltsordnung (RHO) und zu den Finanzbestimmungen des Bonner Grundgesetzes. Hierzu ist jedoch anzumerken, daß die Anleger i.d.R. über diese Verschuldungsgrenzen nicht informiert sind, so daß der Gesichtspunkt der Bonität des Staates an Gewicht verliert.

3 Vgl. H. Timm, Gedanken zur Staatsverschuldung. "Finanzarchiv", N.F., Bd. 9 (1943), S. 644.

gernde Effekt kann eine Zurückhaltung der Dauer-emittenten auslösen, die ihre Anleihen weit weniger attraktiv gestalten können als der Staat. Sie müssen daher ihren Kapitalbedarf durch andere Finanzierungsformen zu decken versuchen, weil eine durch den Staat hervorgerufene Steigerung des Marktzinses bei gleichbleibendem Kapitalangebot den Kurs ihrer Anleihen und damit auch die Nachfrage nach diesen Anleihen sinken läßt, eine Tendenz, die noch dadurch verstärkt wird, daß bisherige Anleihezeichner ihre Papiere veräußern und in die lukrativeren staatlichen Papiere umsteigen[1]. Übernimmt also der Staat die Zinsführerschaft am Rentenmarkt oder unterbietet er die übrigen Marktteilnehmer in der Ausstattung seiner Emission, so wird er zum allgemeinen Störfaktor für die Kapitalmarktentwicklung eines Landes[2].

b. Die öffentliche Kapitalnachfrage auf bevorzugten Teilmärkten

In den Vereinigten Staaten von Amerika und der Schweiz werden, ähnlich wie in der BRD, vom Bund, von den einzelnen Staaten und von den Kommunen[3] Anleihen aufgelegt, die wegen der wachsenden Schuldenlast der öffentlichen Körperschaften für den organisierten Kapitalmarkt erhebliche Bedeutung erlangt haben. In der BRD und der Schweiz ist die Emissionstätigkeit

1 Vgl. H.-D. Hessler, a.a.O., S. 110.

2 Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 24. Okt. 1970; Deutsche Sparkassenzeitung vom 19.2.1971.

3 In der BRD weist die Kapitalmarktstatistik auch verstaatlichte Unternehmen sowie die Sozialversicherungsträger als öffentliche Kapitalnachfrager aus. Demgegenüber befinden sich die Eisenbahnen und Telefongesellschaften in den Vereinigten Staaten in privaten Händen.

des öffentlichen Sektors nahezu gleich verlaufen. Während die öffentliche Hand bis Anfang der Sechziger Jahre nur relativ wenig Anleihen aufgelegt hat, ist diese Form der Verschuldung inzwischen sprunghaft angestiegen[1]. Die vermehrten öffentlichen Aufgaben bei gleichzeitig langsamer steigenden Einnahmen haben in der BRD und der Schweiz eine völlige Umstrukturierung[2] der öffentlichen Verschuldung bewirkt.

In den fünfziger Jahren wiesen beide Staaten noch Haushaltsüberschüsse auf, die es ihnen möglich machten, Schulden zurückzuzahlen, wodurch die Anspannungstendenzen am Kapitalmarkt gemildert wurden[3]. Weil die aus dem Zweiten Weltkrieg stammenden öffentlichen Schulden in der BRD durch die Währungsreform dezimiert wurden, die öffentlichen Investitionen fast ausschließlich aus Steuermitteln finanziert werden konnten und die öffentliche Hand darüber hinaus noch Darlehen gewährt hat, war der Staat per Saldo nicht Schuldner, sondern Gläubiger[4]. Erst seit 1961/62 ist eine deutliche Zu-

---

1 Vgl. Tabellen XVII, XIX im Anhang; S.E. Rolfe, Capital Markets. Building the American-European Market ... planning for the 1970's. The Atlantic Council of the United States. Washington (1967), S. 143 ff.; derselbe, Capital Markets in Atlantic Economic Relationships. The Atlantic Institute, o.O., 1967, S. 21 ff.

2 Vgl. o.V., Die Ersparnisbildung und ihr Beitrag an die Versorgung des Kapitalmarktes, a.a.O., S. 88.

3 Vgl. M. Hauser, Die Schuldenrückzahlungspolitik des Bundes in den Jahren 1947-1959. "Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik", 97. Jg. (1961), S. 26 ff.; J. Niehans, Schuldentilgung und Kapitalmarkt. Schriften zur Neuordnung der Bundesfinanzen, 4a. Hrsg. Eidgenössisches Finanz- und Zolldepartment, Basel 1956, S. 64 ff.

4 Vgl. Jahresgutachten 1966/67, Expansion und Stabilität, a.a.O., Ziff. 181, S. 104.

nahme der Anleiheemissionen festzustellen. Von 1962 bis 1970 erhöhte sich der Umlauf von Anleihen allein des Bundes von 2,7 Mrd. DM auf 9,2 Mrd. DM[1]. Von 1955-1970 war der öffentliche Sektor hinter dem Bankenapparat mit einem Nettoabsatz von Anleihen von 30 Mrd. DM ( 18 v.H. )[2] der wichtigste Emittent. Schließt man die Kapitalnachfrage durch Emission von Kommunalobligationen sowie die Inanspruchnahme des nichtorganisierten Kapitalmarktes durch die Aufnahme von Schuldscheindarlehen in die Analyse mit ein, so rangiert die öffentliche Hand auf dem deutschen Kapitalmarkt an erster Stelle.

Im Zeitraum von 1960-1970 war der Bund mit einem durchschnittlichen Anteil von 41 v.H. des Bruttoabsatzes von Anleihen der bei weitem wichtigste Emittent am Kapitalmarkt[3]. Der entsprechende Anteil der Gemeinden war deshalb so gering, weil die Gemeinden zum größten Teil nicht emissionsfähig sind und damit ihren Bedarf an Marktkapital durch die Ausgabe von Kommunalobligationen decken müssen.

Demgegenüber werden in den Vereinigten Staaten und in der Schweiz aus dem öffentlichen Bereich die höchsten Ansprüche an den Kapitalmarkt von den Einzelstaaten, Kantonen und Gemeinden gestellt[4]. So vereinigten z.B. in der Schweiz die Kantone und Gemeinden, auf die zum Ende der siebziger Jahre allein

---

1 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 20. Jg. (1968), Nr. 2, S. 100 ff.; 24. Jg. (1972), Nr. 5, S. 58.

2 Der durchschnittliche Marktanteil der öffentlichen Anleihen, bezogen auf den Absatz aller Kapitalmarkttitel, betrug 15 v.H.; vgl. Tabelle XIX im Anhang.

3 Vgl. Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Februar 1971, Tab. 2 f.

4 Vgl. Abbildung XI, S. 102 dieser Arbeit.

20 v.H. der gesamten heimischen Bruttoinvestitionen entfielen[1], 74 v.H.[2] der gesamten Anleiheemissionen der öffentlichen Hand auf sich. Der Bund hatte demgegenüber nur einen geringen Neubedarf[3].

Auch in den Vereinigten Staaten von Amerika nehmen innerhalb des öffentlichen Sektors die regionalen Stellen den organisierten Kapitalmarkt am stärksten in Anspruch[4]. Unter dem Oberbegriff "state and local government bonds" emittierten die Staaten und Gemeinden die unterschiedlichsten Anleihen, wobei unterschieden wird zwischen allgemein gedeckten Anleihen (general bonds), für die das Steueraufkommen der emittierenden Körperschaft als Sicherheit dient, und besonders gedeckten Anleihen (limited bonds over revenue bonds), deren Besicherung durch bestimmte Einnahmearten erfolgt[5]. Während die general bonds eine risikolose Anlageform darstellen, kann es bei den revenue bonds vorkommen, daß die begebende Körperschaft mit den Zahlungen aussetzt oder sogar Konkurs anmelden muß.

Die meisten "state and local government bonds" werden an Investment-Banken verkauft, die dann den Weitervertrieb übernehmen. Während allgemein gedeckte Anleihen (general bonds) auch von Geschäftsbanken emittiert werden dürfen, können die revenue bonds nur von speziellen "underwriters" begeben werden[6].

---

1 Vgl. OECD, The Capital Market in Switzerland, a.a.O., S. 17.

2 Vgl. o.V., Die Ersparnisbildung und ihr Beitrag an die Versorgung des Kapitalmarktes, a.a.O., S. 88.

3 Vgl. Schweizerische Nationalbank, 62. Geschäftsbericht 1969, o.O., S. 34; o.V., Öffentliche Hand und Kapitalmarkt - heute. "Schweizerische Kreditanstalt, Bulletin", 73. Jg. (1967), Nr. 2, S. 77 ff.

4 Vgl. Abbildung XI, S. 102 dieser Arbeit.

5 Vgl. R. Nowak, a.a.O., S. 109 f.

6 Vgl. Bank for International Settlements, Capital Markets, The US Capital Markets, Basle 1964, S. 6 (Appendix).

Von 1960-1970 sind solche "state and local government securities" im Gesamtbetrag von netto 80 Mrd. $ aufgelegt worden, wobei die Emissionstätigkeit innerhalb dieses Zeitraumes zwischen 10 Mrd. $ im Jahre 1970 und rd. 5,3 Mrd. $[1] im Jahre 1960 schwankte.

Die amerikanische Regierung nahm dagegen den Kapitalmarkt nur wenig in Anspruch. Zwar wurde eine Vielzahl unterschiedlicher Schuldverschreibungen begeben, doch marktgängig und dem Kapitalmarkt zurechenbar sind nur die "treasury notes" (Schatzscheine) mit Laufzeiten bis zu 5 Jahren und die "treasury bonds" (Schatzbonds) mit Laufzeiten von mehr als 5 Jahren[2]. Das Emissionsvolumen der marktgängigen Werte war im Jahre 1970 mit 3,5 Mrd. $[3] erheblich geringer als das der Staaten und Gemeinden mit rd. 10,0 Mrd. $. Da der Umlauf an bonds und notes seit Mitte der sechziger Jahre immer zwischen 150 bis 160 Mrd. $ betrug[4], kann das Nettoemissionsvolumen nicht groß gewesen sein. Dank seiner flexiblen Schuldenpolitik[5] brauchte der Regierungssektor im Untersuchungszeitraum dem Kapitalmarkt im allgemeinen nicht mehr Kapital zu entnehmen, als ihm durch die Einlösung fälliger Schuldtitel wieder zufloß. Darüber hinaus ist die geringe

1 Vgl. Federal Reserve Bulletin, Vol. 51 (1965), No. 3, S. 464, Vol. 57 (1971), No. 11, A47.

2 Vgl. Art. Vereinigte Staaten von Amerika (E.H. Adler und I. Lübkes), a.a.O., S. 1715.

3 Die OECD Statistik weist diesen Betrag unter den "Central-Government-Bonds" aus. Vgl. OECD, Financial Statistics, 1970, I/1/71, IV, Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 1970/71, Tab. I C, 3/07.

4 Vgl. Federal Reserve Bulletin, Vol. 55 (1969), No. 11, A 42, Vol. 57 (1971), No. 11 A 44; vgl. auch Abbildung XI, S.102 dieser Arbeit.

5 Vgl. K. Richebächer, Die Wertpapiermärkte als Finanzierungsquelle. "Bank-Betrieb", 6. Jg. (1966), S. 123; derselbe, Strukturelle Schwächen der europäischen Kapitalmärkte, a.a.O., S. 73.

Aktivität des Regierungssektors am Anleihemarkt darauf zurückzuführen, daß in den Vereinigten Staaten die öffentliche Hand es vorzieht, ihren Finanzbedarf über den Geldmarkt zu decken[1]. Diese Vorliebe ist durch eine verglichen mit den deutschen Verhältnissen völlig andersartige Form der Anleiheplazierung bedingt. Während in der BRD die Banken die Plazierung öffentlicher Anleihen vornehmen, gibt es in den Vereinigten Staaten keinerlei Emissionskonsortien für Bundesanleihen, so daß die Unterbringung langfristiger Anleihen beim privaten Publikum mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden ist[2]. Außerdem führen die Broker nicht den mühevollen Kleinverkauf von Anleihen durch. Die laufenden Defizite der öffentlichen Haushalte müssen somit zwangsläufig über den Geldmarkt finanziert werden.

Stärker als in der Schweiz und in den Vereinigten Staaten beansprucht der Bund in der BRD den Rentenmarkt durch eigene Emissionen. Der Geldmarkt wird demgegenüber vom öffentlichen Sektor nur relativ wenig in Anspruch genommen. Lediglich in der Phase der konjunkturellen Wiederbelebung durch staatliche Maßnahmen (1966-1969) bediente man sich in der Bundesrepublik Deutschland in stärkerem Maße der kurz- und mittelfristigen Finanzierung[3]. Wegen des wachsenden Defizits und der Vorliebe des Bundes für eine Finanzierung mit langfristigen Mit-

1 Vgl. Th. Buch, Strukturmerkmale ausländischer Kapitalmärkte, a.a.O., S. 9; K. Richebächer, Trend zur Universalbank, a.a.O., S. 4; J. Ponto, a.a.O., S. 7.

2 Vgl. K. Richebächer, Trend zur Universalbank, a.a.O., S. 4.

3 Vgl. Committee for Invisible Transactions, The capital Market, international capital movements, restrictions on capital operations in Germany. Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, 1969, o.O., S. 18 (im folgenden zitiert: OECD, The capital market in Germany).

teln muß auch in Zukunft mit einer zunehmenden Inanspruchnahme des Rentenmarktes durch den Bund gerechnet werden, ein Finanzgebahren, das in der Vergangenheit jedoch häufig zur Überlastung des Kapitalmarktes und zu einer Störung in der Kapitalversorgung geführt hat. Die Netto-Bilanz aller öffentlichen Haushalte verschlechterte sich z.B. 1965 gegenüber 1964 um rd. 7 Mrd. DM. Gleichzeitig mußte auch die Wirtschaft um fast 6 Mrd. DM mehr Fremdkapital in Anspruch nehmen als im Vorjahr. Diesem um rd. 13 Mrd. DM erhöhten Nettofinanzierungsbedarf stand auf der anderen Seite nur eine Erhöhung der privaten Ersparnis - trotz einer über Erwarten hohen Spartätigkeit - um 6 Mrd. DM gegenüber. Bei einer solchen Auseinanderentwicklung von Kapitalnachfrage und Kapitalangebot war es nicht überraschend, daß die Zinsen stiegen und der Rentenmarkt schließlich nicht mehr in der Lage war, seine Funktionen zu erfüllen. Um deshalb künftig die Finanzierungsmöglichkeiten der Wirtschaft über den organisierten Kapitalmarkt nicht weiter zu beschränken, empfiehlt es sich, daß der öffentliche Sektor entweder dem Beispiel der Vereinigten Staaten folgt und von der einseitigen Politik der Finanzierung mit langfristigen Mitteln abgeht oder aber die Emissionspolitik in einer Weise gestaltet, die den "Kapitalmarkt für andere Geldnehmer möglichst schont"[1].

---

1 O.V., Öffentliche Hand und Kapitalmarkt - heute, a.a.O., S. 81.

## 4. Die Kapitalnachfrage der Banken

Am organisierten Kapitalmarkt der BRD und der Schweiz sind die Banken die wichtigste Schuldnergruppe[1]. Im Rahmen des Gesamtabsatzes von Kapitalmarkttiteln rangieren die Bankschuldverschreibungen - Pfandbriefe[2], Kommunalobligationen, Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten[3], Obligationsanleihen[4], Kassenobligationen und sonstige Bankschuldverschreibungen[5] - an erster Stelle.

---

1 Vgl. G. Jaeger, Entwicklung der sekundären Finanzierungsinstitute in der BRD und ihre Bedeutung für die Zentralbankpolitik, a.a.O., S. 29 ff.; R.H. Lutz, Die Banken auf den internationalen Geld- und Kapitalmärkten. "Schweizerische Kreditanstalt, Bulletin", 77. Jg. (1971), Juni, S. 9 ff.; H.L. Budich, Das Effektenemissionsgeschäft in der Schweiz. Banken und Bankgeschäfte in der Schweiz. Hrsg. E. Gsell, Bern und Stuttgart 1969, S. 335 ff.; K. Wohlschieß, Deutsche Banken - deutsche Notenbank im Vergleich zu denen der Schweiz, 1969, Zürich und Bern, S. 2 ff.; F.W. Schulthess, Zum Kredit- und Emissionsgeschäft der Schweizer Banken. Separatdruck aus "Wirtschaft und Recht", Nr. 3/1967, S. 161 ff.

2 In der Schweiz werden Pfandbriefe ausschließlich von zwei eigens zu diesem Zweck geschaffenen Pfandbriefzentralen emittiert. Es handelt sich um die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute und die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken. In der BRD werden Pfandbriefe von Hypothekenbanken, Schiffsbanken und öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten emittiert.

3 Spezialkreditinstitute sind u.a. die Kreditanstalt für Wiederaufbau und die Deutsche Genossenschaftskasse.

4 Die schweizerischen Banken emittierten zwei Arten von Obligationen: die Obligationsanleihe und die Kassenobligationen. Die Obligationsanleihe wird in mehreren Teilschuldverschreibungen zu einheitlichen Bedingungen ausgegeben. Ihre Laufzeit beträgt 10 bzw. 20 Jahre. Die Laufzeit der Kassenobligationen beträgt demgegenüber nur 3 bis 8 Jahre. Vgl. R.J. Kaderli, Das schweizerische Bankgeschäft. Thun 1955, S. 123; H. Mohr, Die Schweizer Bankobligationen unter Ausschluß der Pfandbriefe. Volkswirtschaftliche Schriften, Hrsg. J. Broermann, H. 58, Berlin 1961, S. 15.

5 Hierbei handelt es sich um Schuldverschreibungen von Girozentralen, die der Finanzierung von Krediten an die private Wirtschaft dienen. Vgl. o.V., Erläuterungen zu den in der Wertpapierstatistik der Deutschen Bundesbank verwendeten Begriffe. "Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank", Reihe 2, Wertpapierstatistik.

Im Untersuchungszeitraum (1960-1970) betrug der Nettoabsatz von Bankschuldverschreibungen in der BRD rd. 98 Mrd. DM, in der Schweiz rd. 10 Mrd. sfrs.[1]. Damit entfielen auf den Bankensektor in der BRD rd. 56 v.H. des Nettoabsatzes von Kapitalmarkttiteln und 66 v.H. aller Rentenwerte[2]. Die entsprechenden Werte für die schweizer Banken betrugen 20 v.H. bzw. 32 v.H.[3].

Der Anteil der amerikanischen Banken am Nettoabsatz aller Kapitalmarkttitel in den Vereinigten Staaten läßt sich nicht exakt ermitteln, weil die Anleiheemissionen der Banken nur zusammen mit denen der übrigen Finanzinstitutionen ausgewiesen werden. Doch dürfte ihre Bedeutung als Emittent sehr gering sein, was sich schon daraus ergibt, daß der Nettoabsatz von Anleihen des gesamten "Finanzsektors" (real estate and financial institutions) von 1960-1970 rd. 17 Mrd. $ betrug, oder 5 v.H. des Nettoabsatzes aller Kapitalmarkttitel. Der Marktanteil dieser Emittentengruppe am Absatz von Renten belief sich auf 6 v.H.[4].

In der BRD hat sich innerhalb des Bankensektors zwischen den Geschäftsbanken und den Realkreditinstituten, was die Art der getätigten Geschäfte betrifft, eine gewisse Arbeitsteilung ergeben, so daß die einzelnen Bankengruppen den Kapitalmarkt in unterschiedlichem Ausmaß in Anspruch nehmen[5]. Obwohl die Geschäftsbanken[6] das Emissionsgeschäft betreiben,

---

1 Vgl. Tabellen XVII, XIX im Anhang.

2 Vgl. Abbildungen IX, X, S.99 f.

3 Vgl. Abbildungen IX, X, S.99 f.

4 Vgl. Tabelle XVIII im Anhang; Abbildungen IX, X, S.99 f.

5 Vgl. L. Mülhaupt, Strukturwandlungen im westdeutschen Bankwesen, a.a.O., S. 110 ff.

6 Von den "Geschäftsbanken" betreiben lediglich die Girozentralen, die Braunschweigische Staatsbank und die gemischten Hypothekenbanken das Emissionseigengeschäft.

sind sie keine ausgesprochenen "Kapitalmarktbanken"[1]. Sie nehmen lediglich die Stellung eines Vermittlers von Marktkapital ein[2]. Der Einfluß des Bankensektors auf die Kapitalnachfragestruktur am organisierten Kapitalmarkt ist fast ausschließlich auf die Existenz von Spezialinstituten des langfristigen Kredits zurückzuführen (Daueremittenten).

Gemäß den gesetzlichen Bestimmungen erstreckt sich die Tätigkeit der Hypothekenbanken, öffentlich-rechtlichen Grundkreditanstalten und Spezialkreditinstituten im wesentlichen auf die Gewährung von Hypothekar- und Kommunalkredit [3]. Die Mittel für diese Kredite beschaffen sich die Institute durch den Verkauf von Schuldverschreibungen[4]. Aktiv- und Passivgeschäft sind eng miteinander verknüpft, da das Hypothekenbankgesetz (HBG) und das Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten vom

---

1 Vgl. R. Glaeser und Kl.D. Schmidt, Probleme des Kapitalmarktes in den Ländern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft. Ifo-Institut, Tübingen 1962, S. 93. Die Großbanken nehmen den Kapitalmarkt nicht durch Ausgabe von Anleihen oder ähnlichen Schuldverschreibungen in Anspruch. Die bisherige Abstinenz am Rentenmarkt dürfte zum einen auf die Respektierung der traditionellen Funktionsteilung im Kreditwesen, zum anderen auf die Tatsache zurückzuführen sein, daß ihnen immer hinreichend Mittel aus anderen Quellen zur Verfügung standen. Vgl. R. Stößel, Die Großbanken am Kapitalmarkt, 1971, Frankfurt a.M., S. 4.

2 Vgl. R. Stößel, a.a.O., S. 3.

3 Die Kredite dienen der Finanzierung des Wohnungs- und Schiffbaus, staatlicher Infrastrukturmaßnahmen und gewerblicher und landwirtschaftlicher Investitionen.

4 Vgl. W. Pfeiffer, Der langfristige Kredit und seine Refinanzierung - Gedanken zu Problemen der Zeit. "Der langfristige Kredit", 21. Jg. (1970), S. 621 ff.; G. Schmitz-Morkamer, Die Realkreditinstitute am Kapitalmarkt. Frankfurt a.M. 1971, S. 18.

21.12.1967[1] vorschreiben, daß alle umlaufenden Pfandbriefe und Kommunalobligationen durch Hypotheken- und Kommunaldarlehen in entsprechender Höhe und mindestens gleichem Zinsertrag gedeckt sein müssen[2].

Wie Tabelle XIX[3] zeigt, war der jährliche Nettoabsatz von Bankschuldverschreibungen in der BRD von 1960-1970 starken Schwankungen ausgesetzt und entwickelte sich gegenläufig zum Absatz von Rentenwerten. So steht z.B. dem stark expandierenden Rentenabsatz der Jahre 1958, 1961 und 1967 eingemessen am gesamten Anleihevolumen-rückläufiger Absatz von Bankschuldverschreibungen gegenüber. Somit waren die Absatzeinbußen bei den Daueremittenten relativ geringer als bei den Gelegenheitsemittenten, was nicht zuletzt darauf zurückzuführen ist, daß die Realkreditinstitute mit den angebotenen Wertpapiermengen und den Absatzbedingungen sehr flexibel auf eine Änderung der Nachfrage reagieren können[4]. Dem rückläufigen Rentenabsatz der Jahre 1960 und 1966 entspricht wegen der mit der kontraktiven Zentralbankpolitik verbundenen Erhöhung des Zinsniveaus ein steigender Absatz an Bankschuldverschreibungen, so daß der Nettoabsatz von Bankschuld-

---

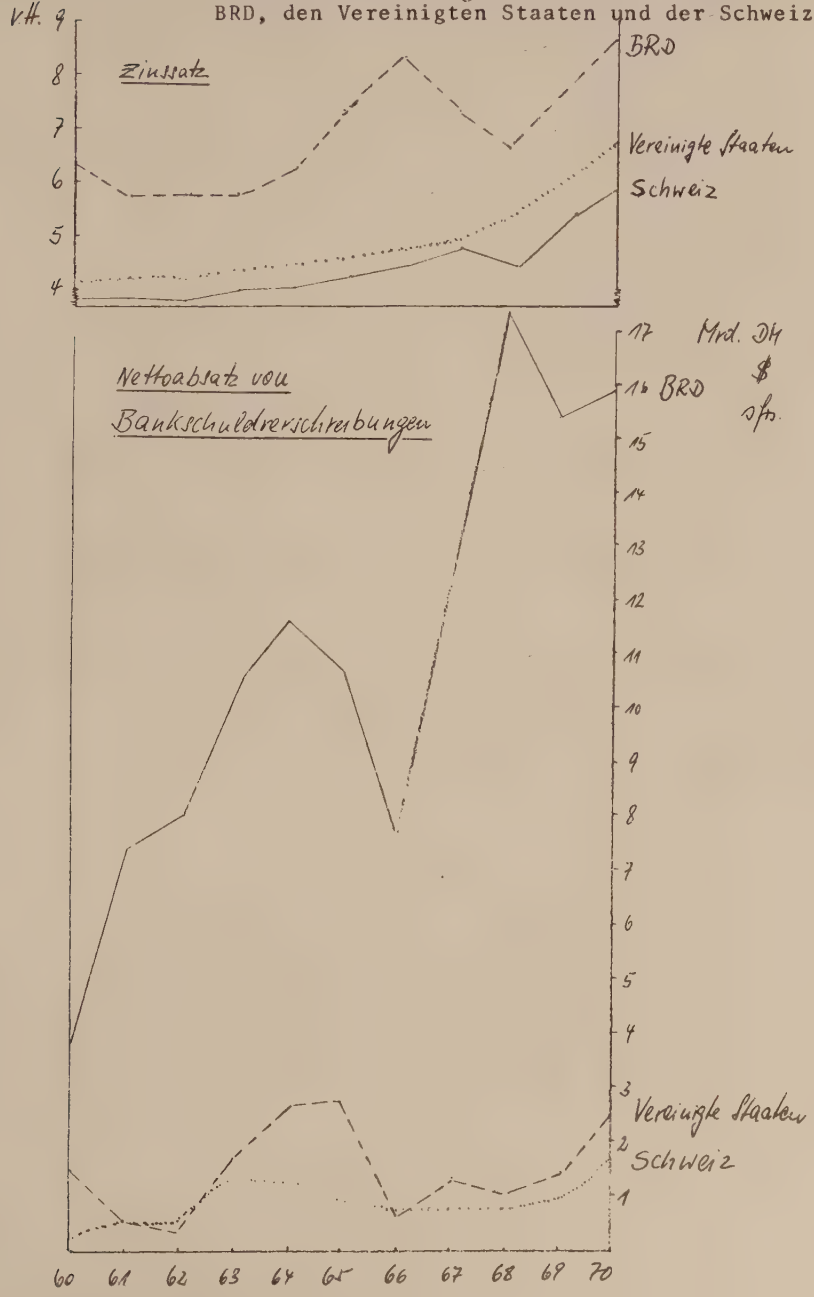
1 Vgl. BGBl. I, S. 312.

2 Obwohl für die Hypothekenbanken und die öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten unterschiedliche Gesetze existieren, gelten bezüglich der Deckungskongruenz für die von beiden Institutsgruppen auszugebenden Pfandbriefe und Kommunalobligationen die gleichen Vorschriften. Vgl. L. Mülhaupt, Strukturwandlungen im westdeutschen Bankwesen, a.a.O., S. 110 ff.

3 Vgl. Tabelle XIX im Anhang; vgl. hierzu auch Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 18. Jg. (1966), Nr. 9, S. 77; Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Februar 1971, Tabelle 2 a.

4 Vgl. M. Overhaus, a.a.O., S. 22.

Abb. XIV: Kapitalmarktzins und Nettoabsatz von Bankschuldverschreibungen 1960-1970 in der BRD, den Vereinigten Staaten und der Schweiz




Quelle: Tabellen XVII, XVIII, XIX im Anhang; OECD, Financial Statistics.

verschreibungen 1960 und 1966 jeweils um 43 v.H.[1] gegenüber dem Vorjahr anstieg.Dennoch wuchs der Marktanteil des Bankensektors am Rentenabsatz 1960 und 1966 nur um rd. 1o v.H., weil der "Zentrale Kapitalmarktausschuß", um den Kapitalmarkt zu schonen, die Gelegenheitsemittenten zu einer langfristigen Emissionspause veranlaßte. Zwar mußten sich auch die Daueremittenten gegenüber den Vorjahren Zurückhaltung auferlegen, weil die Emissionsgenehmigungen bewußt zögernd bearbeitet wurden; jedoch ging das Emissionsvolumen dieser Institute nur in geringerem Maße zurück[2], weil die labile Kapitalmarktverfassung noch einen ständigen Absatz kleinerer Wertpapiermengen erlaubt, wohingegen die Auflegung größerer Anleihen zu starken Kurseinbußen geführt hätte.

Auch am schweizerischen Kapitalmarkt ist der Bankensektor der wichtigste inländische Emittent, der über die Begebung von Obligationsanleihen[3], Kassenobligationen[4] und Pfandbriefen im Untersuchungszeitraum (196o-197o) vielfach mehr als ein Drittel der gesamten durch Begebung von Inlandsanleihen aufgebrachten Mittel an sich zog[5].

---

1 Vgl. M. Overhaus, a.a.O., S. 22; G. Jaeger, a.a.O., S. 74 f.

2 Vgl. Kapitalmarkt und Börse, 1966, Hrsg. Landesbank für Westfalen, Girozentrale, S. IX.

3 Vgl. S. 131 dieser Arbeit

4 Vgl. S. 9 f dieser Arbeit

5 Vgl. Tabelle XVII im Anhang.

Bei den Pfandbriefzentralen handelt es sich um Zusammenschlüsse verschiedener Bankengruppen, die vor allem im Realkreditgeschäft tätig sind. Die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken[1] wurde ausschließlich von Kantonalbanken gegründet; die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute[2] wird in der Hauptsache von Bodenkreditbanken[3] getragen. Ihre einzige Aufgabe besteht darin, Pfandbriefe zu emittieren, um den Mitgliedsbanken langfristige Darlehen zwecks Gewährung von Hypothekarkrediten zu vermitteln. Die Pfandbriefzentralen üben somit lediglich die Funktion von Durchgangsstellen für Pfandbriefgelder aus.

---

1 Als Kantonalbanken gelten die durch kantonalen gesetzlichen Erlaß errichteten Banken, für deren Verbindlichkeiten der jeweilige Kanton haftet. Vgl. E. Bremeier, Strukturanalysen ausländischer Banksysteme. Schriftenreihe des Instituts für Bank- und Kreditwirtschaft der Freien Universität Berlin, Hrsg. E. Thiess, H. 3, Frankfurt a.M. 1968, S. 30.

2 Vgl. A. Matter, Aktuelle Probleme des Hypothekargeschäfts. "Wirtschaft und Recht", Zeitschrift für Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsrecht mit Einschluß des Sozial- und Arbeitsrechts, Zürich, 19. Jg. (1967), H. 3, S. 190; E. Heritier, Die Kassenobligationen in der Schweiz. "Bank-Betrieb", 5. Jg. (1955), H. 9, S. 210 f.; J. Weibel, Der schweizerische Hypothekarkredit. Eine zins- und kredittheoretische Untersuchung. Winterthur 1954; W. Rheiner, Das Hypothekargeschäft. Bankwirtschaftliche Forschungen, Bd. 1, Banken und Bankgeschäfte in der Schweiz, Hrsg. E. Gsell, Stuttgart 1969, S. 255 ff.

3 Zu den Bodenkreditbanken zählen jene Institute, deren Aktiva zu mehr als 60 v.H. der Bilanzsumme aus Grundpfandforderungen bestehen. Vgl. Das schweizerische Bankwesen im Jahre 1969, 54. Heft, a.a.O., S. 60; H. Morgenthaler, Die schweizerischen Bodenkreditinstitute. Mitteilungen aus dem handelswissenschaftlichen Seminar der Universität Zürich, Hrsg. R.R. Büchner und K. Käfer, H. 14, Zürich 1962.

Während in der BRD und der Schweiz die Realkreditinstitute als wichtigste Emittenten von Bankschuldverschreibungen maßgeblichen Einfluß auf die Entwicklung des Kapitalmarktes ausüben, sind derartige Institute in den Vereinigten Staaten unbekannt[1]. Die Emission von Pfandbriefen durch Hypothekenbanken, die in der BRD ein wichtiger Bestandteil des organisierten Kapitalmarktes sind, fehlt in den Vereinigten Staaten ganz, weil hier Hypothekarkredite hauptsächlich von Geschäftsbanken, Sparkassen und Lebensversicherungen gewährt werden.

Auf dem Gebiet des Realkredits bestehen somit zwischen der BRD und der Schweiz einerseits und den Vereinigten Staaten andererseits weitreichende institutionelle Unterschiede. Es kann jedoch nicht hinreichend geklärt werden,ob und inwieweit die Zwischenschaltung derartiger Institute den über die Wertpapiermärkte fließenden Finanzierungsstrom im Vergleich zu anderen Ländern verändert. Rein volumenmäßig betrachtet, ist es gleichgültig, ob die amerikanischen Gemeinden ihren Kreditbedarf durch Ausgabe eigener Anleihen decken oder ob sie sich des Dienstes von Emissionsbanken bedienen, welche unter eigenem Namen am Rentenmarkt auftreten. In der amerikanischen Statistik erscheint die öffentliche Hand als Emittent, in der Statistik der Bundesrepublik und der Schweiz die Gruppe der Spezialkreditinstitute. Im ganzen jedoch darf man annehmen, daß in der Bundesrepublik und der Schweiz "ein relativ größerer Teil des

1 Vgl. K. Richebächer, Die Wertpapiermärkte als Finanzierungsquelle, a.a.O., S. 126; derselbe, Strukturelle Schwächen der europäischen Kapitalmärkte, a.a.O., S. 73; o.V., Internationale Konferenz über Kapitalmarktfragen. "ZfgK", 20. Jg. (1967), S. 109 f.

langfristigen gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedarfs auf dem Anleihewege gedeckt wird, weil der Rentenmarkt einem großen Kreis nicht emissionsfähiger Schuldner als Finanzierungsquelle zugänglich wird"[1].

## 5. Die Kapitalnachfrage des Auslandes

Besonders aufschlußreich für die Beurteilung der Leistungsfähigkeit eines Kapitalmarktes und seiner Bedeutung im internationalen Kapitalverkehr ist eine Analyse seiner Inanspruchnahme durch ausländische Emittenten oder der vom Ausland begebenen Emissionen.

### a. Die Determinanten für die Emission von Auslandsanleihen

Die Entscheidung, auf einem ausländischen Kapitalmarkt eine Anleihe[2] zu begeben, wird i.d.R. von mehreren, zum Teil voneinander unabhängigen Faktoren beeinflußt. Hauptmotiv für die Beschaffung langfristigen Kapitals im Ausland ist die fehlende oder nicht ausreichende Ergiebigkeit[3] des heimischen Kapitalmarktes, wobei es sich einmal um eine nur vor-

---

1 K. Richebächer, Die Wertpapiermärkte als Finanzierungsquelle, a.a.O., S. 125 ff.

2 Vgl. H. Wielens, Die Emission von Auslandsanleihen, a.a.O., S. 89 ff.; H. Lipfert, Die volks- und betriebswirtschaftliche Bedeutung der Internationalisierung der Geld-, Renten- und Aktienmärkte. "Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft", 118. Bd. (1962), Tübingen, S. 688 ff.

3 Vgl. H. Lipfert, Integration der internationalen Effektenmärkte. "Jahrbücher für Sozialwissenschaften", (1964), 1/15, S. 1 ff.

übergehende Funktionsstörung handeln kann oder aber der heimische Kapitalmarkt ist aus strukturellen Gründen nicht in der Lage, die Kapitalnachfrage zu erfüllen. Den Emissionswünschen ausländischer Emittenten stehen jedoch die Behörden des Landes, in dem die Emission begeben werden soll, häufig kritisch gegenüber, weil der Hauptgrund für die Inanspruchnahme des fremden Marktes oft nicht so sehr im mangelnden Kapitalangebot, als vielmehr in der Schonung des einheimischen Kapitalmarktes zu suchen ist[1].

Desweiteren spielt die Inanspruchnahme günstigerer Zinskonditionen[2] im Ausland eine wichtige Rolle. Der aus der Zinsdifferenz resultierende Kostenvorteil kann noch durch niedrigere Kapitalverkehrsteuern, Courtage und Börseneinführungsprovisionen verstärkt werden, so daß die effektiven Kosten des zu beschaffenden Kapitalbetrages erheblich niedriger ausfallen können als im Inland.

Das "Streben nach Unabhängigkeit und größerer Elastizität im finanziellen Bereich"[3] ist ein weiteres Motiv für die Inanspruchnahme fremder Kapitalmärkte. Denn wird das notwendige Fremdkapital auf verschiedenen Märkten aufgenommen, so können kurzfristig auftretende Schwierigkeiten am heimischen Kapitalmarkt die finanziellen Dispositionen des Schuldners nicht gefährden. Die Unabhängigkeit vom heimischen Markt

---

1 Vgl. H. Lipfert, Internationaler Kapitalverkehr als Integrationsfaktor. "Sparkasse", 83. Jg. (1965), S. 193 ff.

2 Vgl. H. Lipfert, Integration der europäischen Rentenmärkte. "Sparkasse", 82. Jg. (1964), S. 57.

3 Vgl. C. Humbert, Aufgaben, Bedeutung und Grundprobleme internationaler Anleihen, Münchener Diss., 1969, S. 20 ff.

kann sich zum einen in zeitlicher (Zeitpunkt der Emission), zum anderen in quantitativer und qualitativer (Emissionsvolumen und Konditionen) auswirken[1].

b. Die Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs

Ein Hemmnis für den internationalen Kapitalverkehr ist die Kontrolle der inländischen und ausländischen Wertpapieremissionen[2]. Namentlich die Kontrolle der ausländischen Emissionen soll dazu beitragen, den inländischen Kapitalmarkt vor einer Überforderung zu schützen und Störungen und Marktungleichgewichte zu vermeiden, die bei freien Kapitalbewegungen über die Staatsgrenzen hinweg befürchtet werden.

Die Schweiz beschränkt den Zutritt ausländischer Emittenten zum Kapitalmarkt mit dem Ziel, ein Ansteigen des heimischen Zinsniveaus zu verhindern[3]. Wegen der starken Nachfrage bedürfen ausländische

1 Vgl. L. Lüdtke, Die Struktur und das Verhalten der Emittenten und Anleger am deutschen Rentenmarkt nach dem Zweiten Weltkrieg. Münchener Diss., 1972, S. 94.

2 Vgl. P.B. Kenen, a.a.O., S. 15 ff.; o.V., The international Capital Markets of Europe. "Quarterly Bulletin" (1970), S. 295 ff.; J. Tüngeler, Vollkonvertibilität und Stabilität. "Der Volkswirt", 19. Jg. (1965), Auf dem Weg zum Europäischen Kapitalmarkt. Beiheft zu Nr. 43 vom 29. Okt. 1965, S. 20 ff.; Congress of the United States, A Description and Analysis of Certain European Capital Markets, a.a.O., S. 31 ff.; D. Gehrmann u. K. Stauber, Dirigismus - Gift für den Kapitalmarkt. "Wirtschaftsdienst", 52. Jg. (1972), H. VIII, S. 399 ff.

3 Vgl. G. Reimann, E.F. Wigglesworth, a.a.O., S. 121 ff.; F. Aschinger, Die Restriktionsmaßnahmen gegenüber dem Kapitalverkehr. "Außenwirtschaft", 28. Jg. (1973), H. I/II, S. 7 ff.

Emissionen einer Genehmigung. Der Kapitalexport aus der Schweiz wird damit administrativ erschwert. Bis vor einigen Jahren waren nur Auslandsanleihen von 10 Mio. sfrs. und darüber genehmigungspflichtig; inzwischen ist dieser Betrag auf 5 Mio. sfrs. reduziert worden. Ferner kann die Nationalbank gegen eine Emission Einspruch erheben oder ihre Zulassung von der Erfüllung besonderer Bedingungen abhängig machen[1]. Auch sind ausländische Emittenten verpflichtet, ihre Anleihewünsche frühzeitig anzumelden[2]. Auf diese Weise soll entweder ein besseres Timing der Emissionen erreicht oder das für Auslandsemissionen vorgesehene Kontingent reduziert werden[3].

---

1 Vgl. o.V., Schweizerische Nationalbank. Acht europäische Zentralbanken. Eine Darstellung ihres Aufbaus und ihrer Tätigkeit. Hrsg. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel 1963, S. 391 ff.; A. Schäfer, Die internationalen Kapitalmärkte aus schweizerischer Sicht. "ZfgK", 22. Jg. (1969), S. 1157 f.; Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. Nov. 1934, Art. 8; OECD, Code of Liberalisation of Capital Movements, Annex B, Paris 1965, S. 141; R. Groß, Freiheit und Intervention im Kapitalverkehr zwischen Industrieländern. Liberalisierungsbestrebungen, Hindernisse und ihre Begründung. Frankfurt a.M. 1970, S. 59.

2 Vgl. P. Lichtenberg, Hindernisse bei der Kapitalmarktintegration. "Der Volkswirt", 19. Jg. (1965), Auf dem Weg zum Europäischen Kapitalmarkt, a.a.O., S. 23.

3 Vgl. OECD, Switzerland Capital Markets Study, III. a.a.O., S. 550; OECD, The capital market in Switzerland, a.a.O., S. 32; E. Tuchtfeldt, Die Abwehr von Auslandsgeldern mittels Gentlemen's Agreements in der Schweiz. "Kredit und Kapital", 1. Jg. (1968), S. 450.

In der BRD bestehen nur relativ geringe administrative Restriktionen für den Kapitalverkehr mit dem Ausland. Zeitweise hat der Staat aus währungspolitischen Gründen den Kapitalexport sogar gefördert. "Germany has no restrictions in the sense of the OECD code of Liberalisation of Capital Movements on outward flows of capital"[1]. Obwohl für die BRD keine Behinderungen des Kapitalexports bestehen, übt dennoch in der Praxis der Zentrale Kapitalmarktausschuß eine gewisse Kontrolle aus. Seine Aufgabe besteht in einem der jeweiligen Kapitalmarktlage entsprechendem Timing der Emissionen der Gelegenheitsemittenten sowie der DM-Auslandsanleihen. Die Beschlüsse des Ausschusses sind frei von staatlicher Beeinflussung und lediglich empfehlender Natur. Sie sind nicht als autoritative Regulierung des Emissionsverfahrens anzusehen[2]. Damit gibt es zwar in der BRD für den Kapitalexport kein spezielles Steuerungsinstrument, die Emission von Auslandsanleihen bleibt jedoch immer einer gewissen Selbstkontrolle unterworfen.

Außer den administrativen Beschränkungen gelten auch steuerliche Belastungen als Störfaktoren eines freien Kapitalverkehrs[3]. In den Vereinigten Staaten von Amerika wurde z.B. der freie Kapitalverkehr durch die "Interest Equalization Tax" (Zinsausgleichssteuer) erheblich behindert[4]. Mit dieser

1 OECD, The capital market in Germany, a.a.O., S. 9.

2 Vgl. Volkswirtschaftliche Studiengruppe, Europäische Kapitalmärkte. o.O., 1966, S. 33.

3 Vgl. D. Holzheimer, Steuerliche Hemmnisse des Kapitalverkehrs innerhalb der EWG. I. Teil: Die Wertpapiersteuer. "Bank-Betrieb", 4. Jg. (1964), S. 30 ff.; Ch. Krafft von Kruska, Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedsstaaten der EWG. "Sparkasse", 82. Jg. (1965), S. 400 ff.

4 Vgl. P. Krebs, Zinsen und Renditen internationaler Anleihen in Europa. "Der Volkswirt", 19. Jg. (1965), Auf dem Weg zum Europäischen Kapitalmarkt, a.a.O., S. 30 ff.; H.P. Holzer/H. Pichler, Die amerikanische Zinsausgleichssteuer. "Österreichisches Bankarchiv", 12. Jg. (1964), S. 186 ff.; J. Harden, Die Zinsausgleichsteuer traf Europa. "Der Volkswirt", 19. Jg. (1965), Auf dem Weg zum Europäischen Kapitalmarkt, a.a.O., S. 6 ff.

Steuer sollte der Erwerb ausländischer Wertpapiere durch Deviseninländer sowie die Kapitalaufnahme des Auslands in den Vereinigten Staaten beschränkt werden. Jeder amerikanische Staatsbürger und jeder in Amerika niedergelassene Ausländer hatte für den Neuerwerb von Aktien eine Pauschalsteuer von 15 v.H. zu entrichten, während für den Erwerb von Anleihen eine nach der Laufzeit gestaffelte Steuer von 2 3/4 v.H. bis 15 v.H. des Nennwertes eingeführt wurde[1]. Diese Steuer wurde ausgelöst durch den mit der Zunahme der Emission ausländischer Anleihen in den Vereinigten Staaten von Amerika verbundenen Kapitalexport, der noch dadurch verstärkt wurde, daß mit den erheblichen Direktinvestitionen der amerikanischen Unternehmungen in Europa ebenfalls erhebliche Mittel ins Ausland abflossen[2].

c. Die Beanspruchung der nationalen Kapitalmärkte durch ausländische Emittenten

Bis zur Ankündigung der Zinsausgleichssteuer in den Vereinigten Staaten von Amerika im Juli 1963 wurden internationale Vorhaben in erheblichem Umfang durch die Begebung von Auslandsanleihen am amerikanischen Kapitalmarkt finanziert. In Europa ist

1 Vgl. K. Zimmermann, Das Kuponsteuergesetz, Motiv - Inhalt - Wirkung. Kölner Diss., 1966, S. 201 f.

2 Von 1957-1963 stiegen die amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland um 61 v.H.; vgl. G. Reimann, E.F. Wigglesworth, a.a.O., S. 126.

in dieser Zeit allein die Schweiz als wichtigstes internationales Kapitalmarktzentrum für Auslandsanleihen zu nennen[1]. Da die Vereinigten Staaten nicht länger in der Lage waren, den internationalen Finanzierungsbedarf allein zu decken, hat seit 1965 auch der deutsche Kapitalmarkt größere internationale Bedeutung erlangt und wurde in steigendem Maße von den amerikanischen Tochtergesellschaften in Europa in Anspruch genommen[2], zumal zur gleichen Zeit die Schweiz aus konjunkturpolitischen Erwägungen zu einer restriktiven Kapitalmarktpolitik übergegangen war[3].

Obwohl die Schweiz im internationalen Emissionsgeschäft seit 1964 erheblich an Bedeutung verloren hat, rangiert sie, was den Anteil ausländischer Emittenten am gesamten Emissionsvolumen - gemessen am Nettoabsatz von Anleihen - betrifft, im Durchschnitt der Jahre 196o-197o mit rd. 22,o v.H. an erster Stelle vor der Bundesrepublik mit rd. 13,o v.H. und den Vereinigten Staaten von Amerika mit rd. 5,o v. H.[4].

---

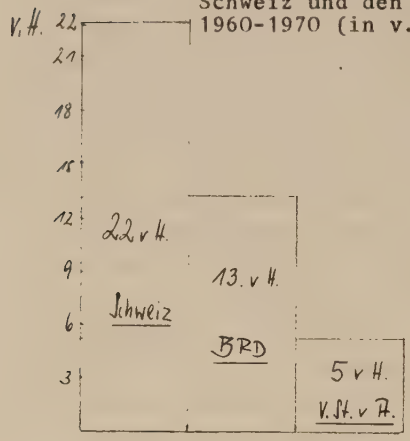
1 Vgl. J. Ittensohn, Der europäische Kapitalmarkt, I./II. "ZfgK", 18. Jg. (1965), S. 1074 ff., S. 1118 ff.; G. Bröker, Der Euro-Kapitalmarkt und die nationalen Märkte für Auslandsanleihen im Jahre 1964. "Bank-Betrieb", 5. Jg. (1965), Nr. 1, S. 1 ff.; H. Vontobel, Ansätze zu einem europäischen Kapitalmarkt, 1966, Stuttgart, S. 1 ff.

2 Vgl. H.J. Abs, Aspekte des internationalen europäischen Kapitalmarktes. "ZfgK", 2O. Jg. (1967), S. 65O ff.; derselbe, Kann Europa das amerikanische Emissionspotential ersetzen? "Der Volkswirt", 19. Jg. (1965), Auf dem Weg zum Europäischen Kapitalmarkt, a.a.O., S. 8 ff.

3 Vgl. H. Wielens, Die Emission von Auslandsanleihen, a.a.O., S. 221.

4 Vgl. Abbildung XV. S. 147 dieser Arbeit.

Abb. XV: Der durchschnittliche jährliche Marktanteil ausländischer Emittenten am gesamten Nettoabsatz von Anleihen in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von 1960-1970 (in v.H.)




Quelle: Zusammengestellt aus den Tabellen XVII, XVIII, XIX im Anhang.

Während die Schweiz und die Vereinigten Staaten ihre Marktstellung vor allem dem hohen Nettoabsatz zu Beginn der sechziger Jahre verdanken, erlangte der DM-Auslandsanleihemarkt seine Bedeutung erst durch die amerikanischen Maßnahmen zur Drosselung des Kapitalexports sowie die deutschen Maßnahmen zur Abwehr des Kapitalimports[1]. Dies zeigt sich vor allem in der starken Zunahme des Nettoabsatzes von DM-Auslandsanleihen in den Jahren 1966 und 1968 (1966 Steigerung um 10 v.H. gegenüber dem Vorjahr, 1968 Steigerung um 20 v.H. gegenüber dem Vorjahr)[2]. Der auf rd. 19 v.H. gestiegene Marktanteil der DM-Auslandsanleihen am gesamten Nettoabsatz von Anleihen im Jahre 1966 drückt jedoch

1 Vgl. M. Overhaus, a.a.O., S. 34.

2 Vgl. Tabelle XIX im Anhang.

nicht die tatsächliche Belastung des deutschen Kapitalmarktes durch Auslandsanleihen in dieser Zeit aus, weil die Wertpapiernachfrage durch Ausländer wegen des im März 1964 angekündigten und ein Jahr später in Kraft getretenen Kuponsteuergesetzes[1] von den Inlands- auf Auslandsanleihen abgedrängt wurde[2]. Diese Verlagerung der Nachfrage bewirkte eine Marktspaltung, weil die Renditen der DM-Auslandsanleihen unter die der DM-Inlandsanleihen sanken, was wiederum dazu führte, daß Inländer statt DM-Auslandsanleihen vorzugsweise Inlandsanleihen erwarben[3]. Von diesen Anleihen, deren Emissionsvolumen im Durchschnitt der Jahre 1964-1967 zwischen 0,8 und 1,3 Mrd. DM schwankte[4], wurden durchschnittlich nicht mehr als ein Viertel in der BRD untergebracht. Der überwiegende Teil der DM-Auslandsanleihen wurde im Ausland plaziert; somit "übte die BRD ... eine Drehscheibenfunktion für internationales"[5] Kapital aus.

Der verstärkte Absatz von DM-Auslandsanleihen in den Jahren 1968/69 drohte die niedrigen Zinsen zu gefährden, so daß der Zentrale Kapitalmarktausschuß Anfang 1970 eine Emissionspause für Inlands- und Auslandsanleihen empfahl[6]. Daraufhin sank der Nettoabsatz von DM-Auslandsanleihen von 6,40 Mrd. DM (1969) auf

---

1 Die Kuponsteuer wird auf den Ertrag von in ausländischem Besitz befindlichen inländischen Schuldverschreibungen erhoben.

2 Vgl. BGBl. I., S. 147 ff.

3 Vgl. H.J. Dudler, DM-Auslandsanleihen als Gegenstand der Kapitalmarktpolitik. Deutscher und internationaler Kapitalmarkt, a.a.O., S. 45 ff.

4 Vgl. Tabelle XIX im Anhang.

5 Vgl. H.J. Dudler, a.a.O., S. 46.

6 Vgl. Kapitalmarkt und Börse 1970, Hrsg. Dresdner Bank AG, S. 5 ff.

2,49 Mrd. DM (197o). Trotz dieses Rückgangs zum Ende der sechziger Jahre läßt der Überblick über die Entwicklung der Marktanteile von 196o-197o die relativ hohe Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes für die Begebung von Auslandsanleihen deutlich erkennen[1].

## III. Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Kapital-Marktstruktur der untersuchten Länder im Überblick

Die empirische Analyse der verschiedenen Kapitalmärkte zeigt, daß erhebliche Unterschiede zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage bestehen. Da im Dritten Teil der Arbeit der Versuch unternommen werden soll, dem Einfluß von Änderungen des Kapitalangebots und der -nachfrage auf die Funktionsfähigkeit der einzelnen Kapitalmärkte nachzugehen, werden zusammenfassend die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Kapitalmarktstruktur aufgezeigt. Sie sind insbesondere im unterschiedlichen Verhalten der einzelnen Marktteilnehmer sowie in bestehenden, von Land zu Land abweichenden Organisationsformen z.B. des Bankwesens oder der Alterssicherung zu suchen.

Das Verhalten der privaten Haushalte wird namentlich in der Bundesrepublik Deutschland durch eine starke Liquiditätspräferenz bestimmt. Traditionsgemäß unterhält das breite Publikum seine Ersparnisse in Form von Spar- und Termingeldern bei Banken, während das Wert-

---

1 Vgl. auch H.J. Abs, Der europäische Wertpapier- und Emissionsmarkt im Hinblick auf internationale Finanzierungen. "Bank-Betrieb", 5.Jg. (1965), S. 58 ff.

papiersparen noch nicht das nötige Vertrauen der deutschen Anleger besitzt. An die Stelle des direkten Wertpapiererwerbs durch den Sparer treten die Kreditinstitute, die entsprechend ihrer Liquiditätslage einen mehr oder weniger großen Teil ihrer Überschußreserven in Wertpapieren anlegen und dadurch starke Marktschwankungen hervorrufen. Gründe für das geringe Interesse der deutschen Sparer am Wertpapiersparen sind neben den bereits erwähnten Inflationen bzw. Währungsreformen nicht zuletzt die mangelnde Publizitätsfreudigkeit der Börse sowie der Gesellschaften.

Demgegenüber wird die Kapitalmarktstruktur in der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika hauptsächlich durch das kontraktbestimmte Sparen der privaten Haushalte bei Sozialversicherungen, Pensionsfonds, Versicherungs-und Investmentgesellschaften bestimmt. Ein Bestimmungsfaktor hierfür ist unter anderem die verglichen mit der Bundesrepublik Deutschland unterschiedliche Organisation der staatlichen Altersicherung. Daß die institutionellen Investoren (Sozialversicherungen, Pensionsfonds etc.) eine stabilisierende Wirkung auf die Kapitalmärkte in der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika ausüben, ist ferner auf ihr Marktverhalten zurückzuführen, das weit weniger als in der Bundesrepublik Deutschland durch gesetzliche Vorschriften für die Vermögensanlage bestimmt wird.

Strukturelle Unterschiede zwischen den Kapitalmärkten resultieren auch aus den Finanzierungspraktiken der Unternehmungen. Das Verhalten des Unternehmenssektors in der Bundesrepublik Deutschland und der Schweiz wird durch eine Vorliebe zur Finanzierung in Form von Schuldscheindarlehen und Bankkrediten geprägt, während in den Vereinigten Staaten von Amerika die Fremdfinanzierung mittels Industrieobligationen dominiert. Von

einer gewissen Bedeutung ist hierbei vor allem das Bestehen von Spezialinstituten für langfristige Kredite in der Bundesrepublik Deutschland, die sich ihre Mittel durch den Verkauf von Schuldverschreibungen beschaffen.

Auch der Bankensektor spielt eine unterschiedliche Rolle im Hinblick auf die Kapitalmarktstruktur der untersuchten Länder. Möglicher Bestimmungsfaktor hierfür ist neben der bereits erwähnten Existenz von Spezialinstituten des langfristigen Kredits die unterschiedliche Organisation des Bankwesens in den einzelnen Ländern, die z.T. auf der Trennung zwischen dem Universalbanken- und Spezialbankensystem beruht.

Großen Einfluß auf die Kapitalmarktstruktur hat ferner der öffentliche Sektor, der durch sein Verhalten sowohl einen störungsfreien Kapitalmarkt sicherzustellen vermag als auch gefährden kann. Die Einflußnahme auf den Marktprozeß resultiert einmal aus seiner Position als Kapitalnachfrager, zum anderen ist es ihm als Hoheitsträger erlaubt, mit dirigistischen Maßnahmen in die Dispositionen der am Kapitalmarkt auftretenden Wirtschaftssubjekte einzugreifen.

Als Kapitalnachfrager belastete der öffentliche Sektor in den untersuchten Ländern vor allem den Kapitalmarkt in der Bundesrepublik Deutschland. Bestimmungsfaktor hierfür ist unter anderem die nur geringe Inanspruchnahme des Geldmarktes durch den öffentlichen Sektor sowie die-verglichen mit den übrigen Staaten-wenig flexible Schuldenpolitik. Letztere ist besonders in den Vereinigten Staaten von Amerika derart ausgeprägt, daß der öffentliche Sektor dem Kapitalmarkt im allgemeinen nicht mehr Kapital zu entnehmen braucht, als ihm durch die Einlösung fälliger Schuldtitel wieder zufließt.

Durch dirigistische Maßnahmen der Sozial-, Finanz- und Steuerpolitik beeinflußt der öffentliche Sektor in allen untersuchten Ländern die Kapitalmarktstruktur, wobei vor allem die Ersparnisbildung der privaten Haushalte und der Unternehmungen betroffen wird.

# D R I T T E R  T E I L

## Die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte in der Bundesrepublik Deutschland, der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika.

Nachdem im zweiten Teil dieser Arbeit die Struktur der Kapitalmärkte in der Bundesrepublik Deutschland, der Schweiz und in den Vereinigten Staaten von Amerika analysiert und die Strukturunterschiede herausgestellt worden sind, soll nun der Versuch unternommen werden, dem Einfluß von Änderungen des Kapitalangebots und der -nachfrage auf die Funktionsfähigkeit der einzelnen Kapitalmärkte nachzugehen. Da der Begriff der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zwar häufig verwendet, aber bislang nicht eindeutig definiert worden ist, sollen zunächst verschiedene Ansätze zur Klärung dieses Begriffs herausgearbeitet werden. Im Anschluß daran wird der Versuch unternommen, Maßstäbe zu formulieren, mit deren Hilfe man prüfen kann, ob ein Kapitalmarkt funktionsfähig ist oder nicht bzw. - negativ formuliert-, ob die Abweichungen der Eigenschaften eines bestimmten Kapitalmarktes von der theoretischen Norm ein solches Ausmaß erreichen, daß die Erfüllung seiner Funktionen nicht mehr gewährleistet ist.

# I. Zum Problem einer Definition der "Funktionsfähigkeit"

## 1. Ansätze zur Klärung des Begriffs "Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes"

Ausgehend von der jeweils aktuellen Situation wird in der Literatur der Kapitalmarkt zunächst entsprechend seiner Aufnahmefähigkeit als funktionsfähig oder funktionsunfähig bezeichnet.[1] Dabei wird offensichtlich auf Art und Anzahl der vom Kapitalmarkt aufgenommenen Wertpapiere und entweder auf den Kapitalmarkt als Ganzes oder auf Teilmärkte, wie z.B. den Renten - oder Aktienmarkt abgestellt. Ferner wird die Funktionsfähigkeit danach beurteilt, ob einwandfrei funktionierende Sekundär- bzw. Zirkulationsmärkte existieren[2], wobei ebenfalls nicht geklärt wird, was hierunter zu verstehen ist. Beispielhaft für die Ungenauigkeit dieser und weiterer Aussagen soll der Begriff der Funktionsunfähigkeit, wie er in der Literatur vielfach definiert wird, kurz umrissen

---

1 Vgl. D.C. Redding, European Capital Market Integration and the United States Ballance of Payments, University of Kentucky 1965, Diss., S. 96 ff.; F. Steffan, Die Voraussetzungen für einen funktionierenden Kapitalmarkt. "Der langfristige Kredit", 21. Jg. (1970), S. 670 ff.; H.W. Jenkis, Funktionsfähiger Kapitalmarkt - Voraussetzung für eine freie und wachsende Wirtschaft. "Der langfristige Kredit", 21. Jg. (1970), S. 558 ff.

2 Vgl. J.M. Weiner, Developing and European Capital Market. "Lloyds Bank Review", 1966/67, S. 23 ff.

werden. Als Funktionsunfähigkeit bezeichnet Dannemann[1] generell den "tendenziell gesunkenen Anteil der über den Wertpapiermarkt geleiteten, langfristig verfügbaren Zahlungsmittel an der gesamten, langfristigen kreditären Zahlungsmittelbereitstellung und speziell eine Reihe einzelner 'Strukturmängel' innerhalb des Kapitalmarktes ..., welche die 'Funktionsunfähigkeit' hervorgerufen haben bzw. sie erklären", ohne jedoch zu präzisieren, worin diese Strukturmängel bestehen.

Auch Bemühungen der volkswirtschaftlichen Theorie, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu analysieren, haben bisher zur Klärung des Begriffs wenig beigetragen. Ein Höchstmaß an Funktionsfähigkeit eines Marktes wäre erreicht, wenn der Zins als Preis für die Überlassung der Kapitaldisposition so beschaffen wäre, daß er einen Ausgleich zwischen Kapitalangebot und -nachfrage herbeiführte. Denn nach der "klassischen" Kredittheorie ist sowohl die Ersparnis als auch die Kapitalnachfrage ausschließlich vom Zins abhängig. Der Gleichgewichtszins drückt die völlige Übereinstimmung von Sparen und Investieren und somit von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage aus.

Die Erfahrungen der Praxis zeigen aber, daß dem Zins nicht die Rolle zukommt, die die Klassiker ihm beigemessen haben. Die klassische Auffassung, daß der Zins den Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage bewirke, trifft nicht zu[2].

---

1 Vgl. W. Dannemann, a.a.O., S. 68.

2 Die Einwände gegen den von den Klassikern unterstellten Zinsmechanismus werden ausführlich dargestellt von H. Gestrich, Kredit und Sparen. 2. Aufl., Godesberg 1947, S. 18 ff.; P. Preiser, Sparen und Investieren, Bildung und Verteilung des Volkseinkommens. 3. durchges. Aufl., Göttingen 1963, S. 9 ff.; B. Ohlin, Some Notes on the Stockholm Theory of Saving and Investment. "Readings in Business Cycle Theory", London 1950, S. 87 ff.; F.A. Lutz, The Outcome of the Savings-Investment Discussion. "Readings in Business Cycle Theory", London 1950, S. 131; B. Wissmann, Die Zinsempfindlichkeit der deutschen Sparer. Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen. Hrsg. F. Voigt, Bd. 15, Berlin 1960.

Trifft eine zinsunelastische Nachfrage auf ein zinsunelastisches Angebot, so braucht es keinesfalls zu einem Gleichgewicht im klassischen Sinne zu kommen. Nach der modernen Kredittheorie handelt es sich beim Sparen und Investieren um voneinander unabhängige Entscheidungen, die von verschiedenen Wirtschaftssubjekten aus unterschiedlichen Motiven und Zielsetzungen getroffen werden. Weil die Finanzierung der Investitionen in der Regel nicht durch direkte Kapitaltransaktionen zwischen Sparer und Investor erfolgt, wird das Investitionsvolumen auch nicht durch die Höhe der freiwilligen Ersparnisbildung bestimmt. Die Fähigkeit zur Giralgeldschöpfung ermöglicht den Kreditinstituten sowohl die Gewährung von Kredit als auch den Erwerb von Kapitalmarkttiteln, unabhängig von der Höhe der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis. Das Ausmaß der Geldschöpfung des Bankensystems hängt von dessen Überschußreserve ab, die ihrerseits wieder durch die Entscheidungen der Zentralbank über die Ausstattung der Kreditinstitute mit Zentralbankgeld und die Art und Weise, wie deren Kunden über ihre Mittel verfügen, bestimmt wird. Das Finanzierungsmittelangebot wird somit nicht nur durch die Ersparnis beeinflußt, sondern auch durch die Fähigkeit der Banken, Giralgeld zu schaffen[1].

Eine Möglichkeit, den Begriff der Funktionsfähigkeit zu klären, könnte in der Übertragung des in der Nationalökonomie für den Gütermarkt entwickelten Modells der vollkommenen Konkurrenz auf den Kapitalmarkt bestehen. Nach diesem Modell ist eine optimale Marktversorgung dann erreicht, wenn bestimmte Bedingungen erfüllt sind. Da vollkommene Konkurrenz dann gegeben ist, wenn

---

1 Vgl. E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie, Bd. III, a.a.O., S. 40 f.

1. eine atomistische Angebots- und Nachfragestruktur vorliegt,
2. die Homogenitätsbedingung erfüllt ist und
3. vollkommene Markttransparenz herrscht[1],

wäre zu prüfen, ob diese Bedingungen auch für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt erfüllt sein müssen. Damit wäre ein theoretischer Ansatz zur Bestimmung der Funktionsfähigkeit gegeben.

Die Prämisse einer atomistischen Angebots- und Nachfragestruktur ist nur bedingt gegeben, weil in der Realität allenfalls von der atomistischen Kapitalangebotsstruktur gesprochen werden kann. Eine atomistische Nachfragestruktur liegt nicht vor, weil sich die Nachfrage in der Regel auf wenige Nachfrager mit einem relativ hohen Anteil am Emissionsvolumen konzentriert, so daß eher von einer oligopolistischen Nachfragestruktur gesprochen werden muß.

Dagegen wird für den Kapitalmarkt die Bedingung des homogenen Angebots in der Literatur als zum Teil erfüllt angesehen, weil das Kapital als Börsenobjekt gehandelt wird[2]. Das mit der Homogenität eng zusammenhängende Kriterium der Präferenzlosigkeit ist jedoch nicht gegeben. Die sowohl auf der Seite der Kapitalanbieter als auch der Kapitalnachfrager bestehenden Präferenzen können sogar als Ursache für die Unvoll-

---

1 Vgl. J. Schumann, Grundzüge der mikroökonomischen Theorie. Berlin, Heidelberg, New York 1971, S. 144 ff.

2 Vgl. H.G. Merkel, Theorie der Kapitalmarktpolitik. Die Unternehmung im Markt. Bd. 1, Hrsg. H. Lindhardt, Berlin 1955, S. 65 f.

kommenheit des Marktes angesehen werden[1]. Vor allem die Geschäftsabwicklung am Aktienmarkt wird von Informationspräferenzen stark beeinflußt, denn sie führen zu spekulativen Käufen und Verkäufen[2].

Das Kriterium der vollständigen Markttransparenz ist am Kapitalmarkt ebenfalls nicht erfüllt, denn die Informationen über die Aktiengesellschaften und über das Marktgeschehen sind trotz der Publizitätsvorschriften noch weitgehend unvollkommen[3].

Das Modell der vollkommenen Konkurrenz ist daher auf den Kapitalmarkt nur zum Teil übertragbar. Begriff und Wesen der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes können deshalb mit dem statischen Gleichgewichtsmodell der vollkommenen Konkurrenz nicht erklärt werden[4].

---

1 Vgl. J. Richter, Die Zinssubventionen in der Bundesrepublik Deutschland. Probleme des Kapitalmarktes. Monographien II. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Frankfurt a.M. 1970, S. 190; F.K. Willecke, Betrachtungen zur Unvollkommenheit des Kreditmarktes. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 167 (1955), S. 250.

2 Vgl. B. Lüthje, Die Funktionsfähigkeit der deutschen Aktienbörse. Wirtschaftspolitische Studien 18 aus dem Institut für Europäische Wirtschaftspolitik der Universität Hamburg. Hrsg. H. Jürgensen, Göttingen 1970, S. 82.

3 Vgl. ebenda.

4 Vgl. K. Stegemann, Workable Competition nach zwanzig Jahren. Bemerkungen zu einem Buch von J.M. Clark. Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Tübingen, 9. Jahr (1964), S. 247.

## 2. Der Begriff "Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes" in Anlehnung an wettbewerbstheoretische Zielsetzungen der "workable-competition" Theorie

Die Rolle des Wettbewerbs im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß ist in zahlreichen wettbewerbstheoretischen Analysen untersucht worden. Wichtigster Gesichtspunkt war dabei die Formulierung eines wettbewerbspolitischen Leitbildes, wobei unter einem solchen Leitbild eine Norm zur Kennzeichnung der erwünschten Formen des Wettbewerbs verstanden wird[1]. "Leitbild der Wettbewerbspolitik ist der funktionsfähige Wettbewerb, d.h. jener Typ von Marktprozessen, der die ... Funktionen der Wettbewerbspolitik bestmöglich erfüllt"[2]. Eine eindeutige Definition des funktionsfähigen Wettbewerbs ist bisher nicht gefunden worden. Man kann das Konzept der funktionsfähigen Konkurrenz jedoch als Versuch bezeichnen, Faktoren herauszuarbeiten, "die für die Wettbewerbspolitik geeignete Maßstäbe sein könnten, damit der Gesellschaft die wesentlichen Vorteile gesichert werden, die der Wettbewerb hervorbringen sollte"[3]. Die Forderung nach Wettbewerb wird mit zwei umfassenden Zielsetzungen[4] verbunden:

---

1 Vgl. H.J. Ewers, Wettbewerbspolitische Ansätze in der deutschen Verkehrspolitik seit den Verkehrsänderungsgesetzen. Eine kritische Analyse. Münsteraner Diss., 1971, S. 40.

2 Ebenda, S. 90.

3 Report of the Attorney General's National Committee to Study the Antitrust Laws. Washington D.C. 1955, S. 320; zitiert bei F.G. v. Stackelberg, Markttests im Verkehr als Instrument zur Ermittlung und Messung marktstrategischer Verhaltensweisen. Münsteraner Diss., 1973, unveröffentlicht, S. 27.

4 Auf die Problematik, ob zwischen beiden Zielen eine Konkurrenzbeziehung besteht oder ob beide Ziele gleichzeitig realisierbar sind, kann im Rahmen dieser Arbeit nicht eingegangen werden. Es wird auf die vielfältige Literatur über diesen Problemkreis verwiesen.

- Wettbewerbsfreiheit
- gute ökonomische Ergebnisse.

Unter Wettbewerbsfreiheit wird die "Freiheit der Konkurrenten zum Vorstoß und zur Imitation einerseits und die Auswahlfreiheit der Marktpartner auf der Marktgegenseite andererseits"[1] verstanden. Das Ziel der Wettbewerbsfreiheit erfordert insbesondere eine Beseitigung künstlicher Wettbewerbshemmnisse, womit die Probleme der Wettbewerbsbeschränkungen und des Mißbrauchs von Marktmacht angesprochen sind.

Das Ziel "gute ökonomische Ergebnisse" ist nach Kantzenbach[2] erreicht, wenn der Wettbewerb folgende fünf Funktionen erfüllt:

1. Funktionelle Einkommensverteilung nach der Marktleistung.
2. Erstellung und Verteilung des laufenden Angebots an Waren und Dienstleistungen entsprechend den Käuferpräferenzen.
3. Lenkung der Produktionsfaktoren in ihre produktivsten Verwendungen.
4. Flexible Anpassung der Produktion und der Produktionskapazität an die außerwirtschaftlichen Daten.
5. Durchsetzung des technischen Fortschritts bei Produkten und Produktionsmethoden.

---

1 E. Hoppmann, a.a.O., S. 15

2 Vgl. E. Kantzenbach, Die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs. Wirtschaftspolitische Studien aus dem Institut für Europäische Wirtschaftspolitik der Universität Hamburg, Hrsg. H. Jürgensen, H. 1, Göttingen 1967, S. 16 f.

Damit das Geschehen auf den Märkten den gewünschten Zielen der Wettbewerbspolitik entspricht, müssen von Zeit zu Zeit Markttests durchgeführt werden, deren Aufgabe es ist, Kriterien zu ermitteln, die erfüllt sein müssen, wenn der Markt das Prädikat "workable competitive" erhalten soll. Über die Auswahl der Kriterien besteht in der Literatur jedoch keine Klarheit.

Aus der "workable-competition" Theorie[1] resultiert die Unterteilung in Marktstruktur-, Marktverhaltens- und Marktergebniskriterien als Beurteilungsmaßstäbe. Aus einer gegenwärtigen Marktstruktur resultiert in Verbindung mit einem bestimmten gegenwärtigen Marktverhalten jeweils ein zukünftiges Marktergebnis, so daß die vorgenommene Einteilung der Kriterien grundsätzlich der Richtung des Kausalprozesses entspricht: Marktstruktur und Marktverhalten sind die Ursachen, das Marktergebnis ist die Wirkung[2]. Weil eine gewisse Unstimmigkeit sowohl über die Begriffe Marktstruktur, Marktverhalten und Marktergebnis als auch über die Zuordnung einzelner Kriterien besteht, muß auf eine ausführliche Erörterung dieser Problemkreise hier verzichtet werden. Allerdings müssen die Marktkriterien gewissen Anforderungen, die über ihre Operationalität und Praktika-

---

1 Beispielhaft sind einige Vertreter dieser Theorie aufgeführt: J.M. Clark, Towards an Concept of Workable Competition. "American Economic Review", Vol. XXX (1940), S. 241 ff.; K. Stegemann, Workable Competition nach zwanzig Jahren, a.a.O., S. 250 ff.; J.W. Markham, An Alternative Approach to the Concept of Workable Competition, "The American Economic Review", Vol. XL (1950), S. 361; G.W.Stocking, Workable Competition an Antitrust Policy. Nasville 1961, S. 275 ff.; S.H. Sosnick, A Critique of Concepts of Workable Competition. "Quarterly Journal of Economics", Vol. LXXII (1958), S. 380 ff.

2 Vgl. E. Hoppmann, Workable Competion als wettbewerbspolitisches Konzept. Festschrift für Th. Wessels, Berlin 1967, S. 146 f.

bilität entscheiden, genügen[1]. Sie sollten zumindest ausreichend einleuchtend sein, damit ihnen allgemein zugestimmt werden kann. Außerdem müssen sie breit genug definiert sein, um auf verschiedene, unterschiedliche Märkte angewandt werden zu können.

In Anlehnung an die "workable-competition" Theorie soll versucht werden, den Begriff "Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes" zu definieren und Kriterien zu deren Beurteilung abzuleiten. Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes liegt in folgenden kapitalmarktpolitischen Zielsetzungen[2] begründet:

- Jederzeitige Möglichkeit der Aufnahme längerfristiger Finanzierungsmittel durch Investoren.
- Jederzeitige Möglichkeit der längerfristigen Geldanlage der Sparer.

Diese Ziele kommen in den folgenden Kapitalmarktfunktionen[3] zum Ausdruck:

- in der Finanzierungsfunktion,
- in der Konsolidierungsfunktion,
- der Liquidisierungsfunktion und
- in der Selektionsfunktion.

Darüber hinaus können dem Kapitalmarkt durch die Wirtschaftspolitik noch weitere Aufgaben übertragen werden, wie z.B. zu einer bestmöglichen Vermögensbeteiligung oder Beteiligung breiter Bevölkerungsschichten z.B. am Produktivvermögen oder zu einem optimalen Schutz der Sparer vor Geldwertverlusten beizutragen.

---

1 Vgl. F.G. v.Stackelberg, Markttests im Verkehr als Instrument zur Ermittlung und Messung marktstrategischer Verhaltensweisen. a.a.O., S. 26 ff.

2 Aufgrund der Komplexität der Wirkungszusammenhänge können die kapitalmarktpolitischen Ziele nur im Zusammenhang mit dem gesamten volkswirtschaftlichen Zielkomplex gesehen werden. Vgl. H.E. Büschgen, Rahmenbedingungen eines funktionsfähigen Kapitalmarktes, a.a.O., S. 2.

3 Vgl. ausführlich S. 162 ff. dieser Arbeit.

Funktionsfähig ist deshalb derjenige Kapitalmarkt, der seine volkswirtschaftlichen Funktionen in "bestmöglichem Maße" erfüllt[1]. Damit ist das Wertkriterium "funktionsfähig" skalierbar[2], denn je nach dem Grad, in dem der Kapitalmarkt seine Aufgaben erfüllt, ist dieser mehr oder weniger funktionsfähig. Wenn die Terminologie "in bestmöglichem Maße" bzw. "optimal" verwendet wird, "so soll damit nicht eine nicht vorhandene oder nicht erreichbare Präzision vorgetäuscht werden"[3]. Es soll damit vielmehr zum Ausdruck gebracht werden, daß es verschiedene Grade der Funktionserfüllung mit einem denkbaren, wenngleich auch vielleicht nicht präzisierbaren Optimum gibt. Für kapitalmarktpolitische Fragestellungen ist diese Grundvorstellung realistischer und brauchbarer als die Unterscheidung zwischen einer vorhandenen und einer nicht vorhandenen Funktionsfähigkeit[2].

Zu den volkswirtschaftlichen Funktionen des Kapitalmarktes zählen die Bereitstellung von Finanzierungsmitteln für langfristige Investitionen (Finanzierungsfunktion), die Möglichkeit der vorzeitigen Liquidisierung der Wertpapiere (Liquidisierungsfunktion) und die volkswirtschaftlich optimale Kapital-

---

1 Vgl. H.E. Büschgen, Der Kapitalmarkt. "Wisu", 1. Jg. (1972), S. 509; B. Lüthje, a.a.O., S. 62 ff.; E. Hoppmann, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 179 (1966), S. 286 ff.

2 Es handelt sich hierbei um eine ordinale Messung, d.h. Werturteile sind nur in der Form "größer oder kleiner" bzw. "mehr oder weniger" möglich. Aussagen der Form "die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes I ist doppelt so hoch wie die von Kapitalmarkt II" (kardinale Messung), sind demgegenüber nicht möglich.

3 E. Kantzenbach, Die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs, a.a.O., S. 15.

4 Vgl. ebenda; H.E. Büschgen, Der Kapitalmarkt, a.a.O., S. 509.

lenkung[1] über den Zins (Selektionsfunktion). Indem der Kapitalmarkt seine Finanzierungsfunktion erfüllt, ermöglicht er die Versorgung der Volkswirtschaft mit dem von den Investoren nachgefragten Kapital nach Art und Umfang, indem er die von den privaten Sparern im allgemeinen bevorzugte kurzfristige Kapitalanlage[2] der Finanzierung langfristiger Investitionen dienstbar macht. Wenn der organisierte Kapitalmarkt in der Lage ist, die gesamte in Wertpapierform verbriefte Nachfrage nach Kapital einer Volkswirtschaft zu dekken, kann die Finanzierungsfunktion als erfüllt angesehen werden.

Um dieser Aufgabe gerecht zu werden, bedient sich der Kapitalmarkt der Mobilisationsfunktion der Banken. Sie besagt, daß es den Banken unter bestimmten Voraussetzungen möglich ist, formell kurzfristige, materiell jedoch langfristige Kreditengagements über die Börse abzulösen, indem sie die nicht monetisierbaren Forderungen in Effektenform kleiden und diese Effekten über die Börse an die Einleger verkaufen[3]. Somit kann der langfristige Kapitalbedarf der Wirtschaftsunternehmen und der öffentlichen Hand durch eine relativ große Zahl von Kapitalgebern gedeckt

---

1 Für den Bereich der Infrastrukturinvestitionen, deren Ertragsaussichten ohnehin schwer zu quantifizieren sind, dürfte die Selektionsfunktion des Zinses weitgehend aufgehoben sein.

2 Vgl. E. Schmalenbach, Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung. 3. verb. Aufl., Köln und Opladen 1951, S. 114; vgl. auch S. 29 ff.

3 Unter der Mobilisationsfunktion des Kapitalmarktes wird in der Literatur vielfach auch "die Sammlung von Neu-Kapital" verstanden; der Kapitalmarkt hat demnach die Aufgabe, die in der Volkswirtschaft vorhandenen freien bzw. vorübergehend freien Kapitalbeträge zu mobilisieren, um sie der Investitionsfinanzierung zuzuführen. Vgl. W. Kalveram, Die Effektenbörse. Die Bank. 2. Bd., Hrsg. K. Theisinger u. J.Löffelholz, Wiesbaden 1952, S. 548.

werden[1], ohne daß sich der einzelne Wertpapierkäufer langfristig an den Schuldner zu binden braucht. An die Stelle des von der Bank aus ihrer Überschußreserve gewährten Kredits tritt somit ein Sparer, der das für den Erwerb der Wertpapiere benötigte Geld durch Konsumverzicht freigesetzt hat. Die Bank zieht sich mit dem Verkauf der Wertpapiere aus dem Kreditengagement mit dem Schuldner zurück und wälzt das Liquiditätsopfer und alle mit dieser Investition verbundenen Risiken, die sie für die Dauer der Kreditvergabe selbst getragen hat, auf die Erwerber der Wertpapiere ab.

Durch die endgültige Placierung der zur Ablösung eines vom Bankensystem vorfinanzierten Investitionskredits bestimmten Wertpapiere übernimmt der Kapitalmarkt die für Kreditinstitute äußerst wichtige Konsolidierungsfunktion[2], indem er in der Bilanz sowohl der kreditnehmenden Unternehmung als auch des kreditgewährenden Instituts das mit der Kreditgewährung bzw. der Aufnahme des Bankkredits entstandene Ungleichgewicht in der Fristigkeitsstruktur der Aktiva und Passiva beseitigt. Die mit dem Verkauf der emittierten Wertpapiere an die Einleger oder über die Börse verbundene Verbesserung der Liquidität versetzt die Banken in die Lage einen neuen Investitionsprozeß vorzufinanzieren. Volkswirtschaftlich ist die Konsolidierung deshalb von Bedeutung, weil sie die mit der Investition vollzogene langfristige Kapitalbindung von der Finanzierungsseite her durch

---

1 Vgl. E. Wolf, Probleme der Wiederbelebung des Kapitalmarktes. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N.F., Bd. 5, Kapitalbildung und Kapitalverwendung, Berlin 1953, S. 119; Art. Geld- und Kapitalmarkt (H. Lipfert), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, vierter Band, Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1965, S. 268.

2 Vgl. K. Richebächer, Börse und Kapitalmarkt. Taschenbücher für Geld, Bank und Börse. Hrsg. Ph. Möhring und Hch. Rittershausen, Bd. 8, Frankfurt a.M. 1963, S. 14 ff.

den Konsumverzicht der Sparer und Wertpapierkäufer sanktioniert und "damit die Bedingung für eine währungspolitisch neutrale Investitionsfinanzierung in der Vollbeschäftigung erfüllt"[1].

Die Ausübung der Mobilisationsfunktion setzt eine enge Zusammenarbeit zwischen Banken und Kapitalmarkt voraus. Denn von der Übernahme der von der Bank zu emittierenden Wertpapiere hängt das Gelingen der ganzen Transaktion ab. Es müssen also Wirtschaftssubjekte bereit sein, anstelle der Banken nicht nur einen Liquiditäts-, sondern auch einen Konsumverzicht auf sich zu nehmen. Sind jedoch keine Sparer vorhanden, die bereit sind, ihr Geld in Wertpapieren anzulegen, dann können die Banken die Kontokorrentkredite nicht ablösen, Mobilisierung und Konsolidierung sind nicht möglich.

Außer der Finanzierungsfunktion, die sowohl durch den Emissions- oder Primärmarkt[2] als auch den Zirkulations- oder Sekundärmarkt ausgeübt wird, hat der Kapitalmarkt als Zirkulations- oder Sekundärmarkt[3] auch die Liquidisierungsfunktion zu erfüllen. Die Voraussetzung hierfür ist durch die Fungibilität der Wertpapiere und die Informations- und Preisbildungsfunktion der Börse gegeben, die es den Wertpapierbesitzern ermöglicht, ihre mit langen Laufzeiten ausgestatteten Papiere kurzfristig in Zentralbankgeld umzuwandeln oder ihren Wertpapierbestand umzuschichten,

---

1 D. Gamerdinger, Der Kapitalmarkt in der Bundesrepublik und die Voraussetzungen seiner Funktionsfähigkeit. Neue Schriften zur Wirtschafts- und Sozialwissenschaft, Tübingen 1959, S. 16.

2 Der Emissions- oder Primärmarkt ist der Markt der erstmaligen Unterbringung von Emissionen oder der Markt für neu emittierte Wertpapiere.

3 Der Zirkulations- oder Sekundärmarkt ist dagegen der Markt, auf dem bereits emittierte Wertpapiere gehandelt werden, auf dem sich also lediglich ein Besitzwechsel von Wertpapieren vollzieht.

wenn es ihnen vorteilhaft erscheint. "Die Anlage in Börsenpapieren überbrückt die fundamentalen Gegensätze zwischen Langfristigkeit und Dauer auf der einen Seite und täglicher Widerruflichkeit auf der anderen Seite, zwischen Illiquidität und Liquidität"[1].

Die jederzeitige Liquidisierung der Anlage setzt jedoch voraus, daß andere Geldbesitzer bereit sind, diese Wertpapiere zu kaufen und damit das Liquiditätsopfer und das Kredit- bzw. Finanzierungsrisiko zu übernehmen. Auch der SEkundärmarkt hat somit eine Finanzierungsfunktion - nämlich eine Prolongationsfunktion - zu erfüllen, indem er für die schuldnerische Unternehmung, deren Wertpapiere verkauft werden, die Anschlußfinanzierung sicherstellt, so daß sich für die Emittenten der Wertpapiere keinerlei Rücknahme- oder Einlösungsverpflichtungen ergeben; die Wertpapiere behalten ihre ursprüngliche Fristigkeit; an die Stelle des Ersterwerbers tritt lediglich ein anderer Kapitalgeber[2].

Mit der Finanzierungs- und Liquidisierungsfunktion in engem Zusammenhang steht die Selektionsfunktion der Börse, die über den Zins[3] eine Auswahl der zu finanzierenden privatwirtschaftlichen Investitionen dergestalt ermöglichen soll, daß die durch die Sparer zur Verfügung gestellten Mittel mit Hilfe des Zinses der rentabelsten Verwendung zugeführt werden. Allerdings ist diese Selektionsfunktion des Zinses in der Literatur ebenso umstritten[4] wie sein Einfluß

---

1 H. Rittershausen, Industrielle Finanzierungen. Wiesbaden 1964, S. 20.

2 Schließlich stehen auch dem Wertpapierverkäufer die mit dem Verkauf seiner Papiere freiwerdenden Zahlungsmittel für Finanzierungszwecke zur Verfügung.

3 Der Einfachheit halber wird angenommen, daß es auf dem Kapitalmarkt nur einen einheitlichen Zinssatz gibt.

4 Art. Zins (F.A. Lutz), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften. Vierter Band, Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1965, S. 434 ff.

auf Angebot und Nachfrage von kurz- und mittelfristigen Finanzierungsmitteln[1]. Für die langfristige Kapitalnachfrage des Unternehmenssektors wird demgegenüber Zinsempfindlichkeit entweder implizit unterstellt oder expressis verbis angenommen[2]. Begründet wird dies i.d.R. damit, daß langfristige Investitionen einen im Vergleich zum "Einkommenseffekt"[3] relativ geringen "Kapazitätseffekt"[4] (z.B. Wohnungsbau) haben, und daß wegen der geringen Umschlagsgeschwindigkeit des Kapitals in den traditionell langfristigen Investitionsbereichen (Bergbau, Investitionsgüterindustrie) der Anteil der Zinskosten an den Gesamtkosten der Investition stark ins Gewicht fällt[5].

---

1 Vgl. W. Dânnemann, a.a.O., S. 170.

2 Vgl. W. Ehrlicher, Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Formen des Sparens und der wirtschaftlichen Entwicklung, a.a.O., S. 119 ff.

3 Der Einkommenseffekt einer Investition resultiert daraus, daß die Verwendung von Geldbeträgen zu Investitionszwecken eine Steigerung der Gesamtnachfrage darstellt und eine Erhöhung der Beschäftigung und der Einkommen impliziert. Vgl. W. Ehrlicher, Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Formen des Sparens, a.a.O., S. 120.

4 Unter dem Kapazitätseffekt einer Investition wird die Wirkung der Investition auf die Erhöhung des volkswirtschaftlichen Kapitalbestandes und die daraus resultierende Steigerung des Güterangebots verstanden. Vgl. ebenda, S. 120 und S. 128.

5 Vgl. H. Ismar, G. Lange, H. v.Schweinitz, Die Konsum- und Investitionsfunktion. Untersuchung für die Bundesrepublik Deutschland. Institut für Gesellschafts- und Wirtschaftswissenschaften der Universität Bonn, Prof. Dr. W. Krelle; Forschungsberichte des Landes Nordrhein-Westfalen, Nr. 1024, Köln und Opladen 1962, S. 178 ff.

Die Selektionsfunktion des Zinses bzw. der Verteilungsmechanismus für Finanzierungsmittel wird somit nur bei hinreichender Zinsflexibilität und hoher Elastizität der Kapitalnachfrage in Bezug auf Zinsänderungen funktionieren[1]. Bei Kapitalknappheit soll der Zins dafür sorgen, daß Investitionen, bei denen der zu zahlende Marktzins die Grenzleistungsfähigkeit (den internen Zins) der Investitionen übersteigt, unterbleiben[2].

Die öffentliche Kapitalnachfrage ist weitaus weniger zinsempfindlich als die privatwirtschaftliche[3].

Angesichts der Tatsache, daß die Kapitalnachfrage der privaten Unternehmungen auf Zinsänderungen stark, diejenige von öffentlichen Stellen jedoch schwach reagiert, ist nicht anzunehmen, daß die Selektionsfunktion des Zinses die Finanzierungsmittel insgesamt optimal auf die einzelnen Verwendungszwecke verteilt.

Die Prüfung der Frage , ob ein Kapitalmarkt die oben genannten Funktionen wirklich erfüllt, hängt jedoch davon ab, daß Kriterien entwickelt werden, an denen der Grad seiner Funktionsfähigkeit abgelesen werden kann. Bei der Wahl dieser Kriterien muß indessen auch die Bedeutung abgeschätzt werden, die dem einzelnen Kriterium für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes insgesamt zukommt.

Unter Zuhilfenahme der Erkenntnisse der "workable-competition" Theorie sollen folgende Kriterien auf ihre Brauchbarkeit für eine Klärung des Begriffs der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes untersucht werden.

---

1 Vgl. E. Preiser, Investition und Zins, Bildung und Verteilung des Volkseinkommens. Göttingen 1961, S. 203 f.

2 Vgl. R. Groß, a.a.O., S. 97 f.; H.J. Redlin, Die Krise des Kapitalmarktes in ihrem Einfluß auf das Wachstum der Volkswirtschaft, dargestellt am Beispiel der Jahre 1948-1954. Kölner Diss., 1956, S. 63 f.

Marktstrukturkriterien:

1. Die Unterschiede in den Banksystemen in Europa und in den Vereinigten Staaten von Amerika.
2. Der Umfang des Wertpapierhandels an den Zirkulationsmärkten in der Bundesrepublik Deutschland, der Schweiz und in den Vereinigten Staaten von Amerika.
3. Die Publizität als Ausdruck der Markttransparenz.

Marktverhaltenskriterien:

1. Die staatlichen Interventionen in den Marktprozeß.
2. Das Verhalten der öffentlichen Hand als Kapitalnachfrager in seinen Auswirkungen auf das Marktgleichgewicht.
3. Das Marktverhalten der institutionellen Investoren.

Marktergebniskriterien:

1. Das Emissionsvolumen des organisierten Kapitalmarktes.
2. Die Höhe des Kapitalmarktzinses.
3. Die Stabilität des Kapitalmarktes.
4. Die Höhe der Transformationskosten.

---

3 Vgl. H. Schwedes, Der Bund am Kapitalmarkt. Berlin 1972, S. 23 f. Diese Aussage steht im Widerspruch zur A.E. Kaufmann, Die Zinsempfindlichkeit der Investitionen. Züricher Diss., 1967, S. 145. Bei öffentlich-rechtlichen Körperschaften entscheiden die Aufsichtsbehörden darüber, unter welchen Bedingungen sich diese verschulden dürfen. Eine Bedingung besteht beispielsweise darin, die festgesetzten Zinsobergrenzen nicht zu überschreiten. Vgl. P. Dolff, a.a.O., S. 149 ff.

## II. Die Messung der Funktionsfähigkeit des nationalen Kapitalmarktes

### 1. Kriterien zur Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes

#### a. Marktstrukturkriterien

Als Marktstrukturkriterien werden in der Literatur[1] sowohl die Marktformen[2] und Marktstrukturen[3] im engeren Sinne als auch die Marktorganisation und die Markttransparenz genannt. Diese Kriterien bilden den Rahmen, innerhalb dessen Marktprozesse ablaufen; sie sind im allgemeinen nicht quantitativer Natur. Trotzdem sind die Marktstrukturkriterien für die Beurteilung des Marktgeschehens besonders wichtig; denn in der Literatur[4] wird die verglichen mit den europäischen Kapitalmärkten "bessere Funktionsfähigkeit des amerikanischen Kapitalmarktes" vor allem auf günstigere strukturelle Ausgangsbedingungen zurückgeführt.

Für die Schweiz, die BRD und die Vereinigten Staaten von Amerika werden beispielhaft[5] folgende, durch die

1 Vgl. E. Hoppmann, Workable Competition als wettbewerbspolitisches Konzept, a.a.O., S. 146 und die dort angegebene Literatur.

2 Im Sinne von H. v.Stackelberg, Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre. Tübingen-Zürich 1951, S. 231 ff.

3 Vgl. etwa K. Brandt, Preistheorie. Ludwigshafen/Rh. 1960, S. 27 ff., der folgende Strukturkomponenten als die wichtigsten herausstellt. Marktform (dreigliederig), sachlich-gütermäßige Abgrenzung, räumliche Marktausdehnung und Eintritts- und Zugangsmöglichkeit zum Markt als zweigliederige Merkmale. Vgl. auch E. Hoppmann, Workable Competition als wettbewerbspolitisches Konzept, a.a.O., S. 181.

4 Vgl. E. Reinhardt, Bemerkungen zur Internationalisierung der Kapitalmärkte. "ZfgK", 20. Jg. (1967), S. 657 ff.

5 Zum Teil wurden einzelne Marktstrukturkriterien, wie z.B. die unterschiedlichen Sozialversicherungssysteme und die Besonderheiten im langfristigen Kreditgeschäft als Ausdruck der Marktorganisation bereits im Zusammenhang mit der empirischen Marktanalyse behandelt; siehe S. 57 ff; 131 ff.

Marktanalyse zum Teil deutlich gewordene Marktstrukturkriterien genannt: die unterschiedlichen Banksysteme und der Umfang des Wertpapierhandels an den Zirkulationsmärkten als Ausdruck der Marktorganisation sowie die Publizität als Ausdruck der Markttransparenz.

aa. Die Unterschiede in den Banksystemen in Europa und in den Vereinigten Staaten von Amerika

Ein Faktor für die Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist die unterschiedliche Organisation des Bankwesens in den einzelnen Ländern, die zum Teil auf der Trennung zwischen dem Universalbanken- und Spezialbankensystem beruht. Während die Universalbank in der BRD und in der Schweiz[1] vorherrscht, hat in den Vereinigten Staaten der im Jahre 1933 erlassene Securities Act eine strenge Trennung zwischen Depositenbanken (Commercial Banks) und Effektenbanken (Investment-Banks) vorgeschrieben. Die Geschäftstätigkeit der Commercial Banks ist überwiegend auf die Entgegennahme von Einlagen, die Gewährung kurzfristiger Kredite und einige Dienstleistungsgeschäfte wie z.B. den Zahlungsverkehr, das Depot- und Trustgeschäft[3] beschränkt. Das Effekten- und Börsengeschäft wird

1 Vgl. Art. Liquiditäts- und Anlagepolitik der Kreditbanken (G. Wohlgemuth), Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen. 3. red. Aufl., Frankfurt a.M., Bd. II, 1967/68, S. 1156.

2 Vgl. J. Bräutigam, Kostenfunktionen in Kreditinstituten. Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Hrsg. L. Mülhaupt, Bd. 12, Wiesbaden 1972, S. 30; H.H. Mast, a.a.O., S. 14 f.

3 Vgl. H.E. Büschgen, Brokersystem statt Universalbank. "Der Volkswirt", 23. Jg. (1969), Nr. 44, S. 42.

von den Investment Banks betrieben. Da in der Literatur behauptet wird[1], daß die Universalbanken die Entwicklung eines funktionsfähigen Kapitalmarktes nicht so förderten, wie dies gesamtwirtschaftlich notwendig und in einem Trennsystem durch die Broker der Fall sei, erscheint es wichtig, auf den Zusammenhang zwischen der Organisation des Bankwesens und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes näher einzugehen. An das Bankensystem werden in der Literatur folgende für den Kapitalmarkt bedeutsame Anforderungen gestellt:

1. möglichst vollständige Erschließung der Kapitalquellen der Volkswirtschaft,
2. Sicherstellung der optimalen Verwendung der Finanzierungsmittel,
3. bestmögliche Förderung des Wertpapiersparens der privaten Haushalte[2].

Um den steigenden Kapitalbedarf zu einem angemessenen und die Erreichung der wirtschaftspolitischen Ziele fördernden Zinssatz decken zu können, ist die Erschließung aller zur Verfügung stehenden Kapitalquellen erforderlich[3]. Die empirische Marktanalyse hat hierzu deutlich gemacht, daß die vollständige Erfassung aller Ersparnisse grundsätzlich bei beiden

---

1 Vgl. L. Mülhaupt/H. Wielens, Zum Streit um die Ausgliederung des Effektengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbanken, a.a.O., S. 214; H.E. Büschgen, Das Universalbanksystem. Frankfurt a.M. 1971, S. 33 ff.

2 Der Verfasser lehnt sich damit im wesentlichen an folgende Literaturstellen an. Vgl. L. Mülhaupt/H. Wielens, Zum Streit um die Ausgliederung des Effektengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank, a.a.O., S. 214 ff.; H.E. Büschgen, Das Universalbanksystem, a.a.O., S. 25 ff. Anderweitige Literaturstellen werden im Text kenntlich gemacht.

3 Vgl. B. Benning, Kapitalmarkt und Kapitalmarktpolitik. "Der langfristige Kredit", 16. Jg. (1965), S. 200.

Banksystemen möglich ist[1], so daß sich kein entscheidender Vorteil für einen bestimmten Banktyp ableiten läßt.

Was die Verwendung der Finanzierungsmittel betrifft, so ist zu untersuchen, welches Banksystem diese Aufgabe besser zu erfüllen vermag. Hiermit ist in erster Linie danach gefragt, welches Banksystem eine unter gesamtwirtschaftlichem Aspekt möglichst optimale Kreditversorgung der Volkswirtschaft gewährleistet. Auch diese Frage ist nur zu beantworten, wenn man die Ziele der Wirtschaftspolitik in die Betrachtung mit einbezieht.

Mit der dritten Forderung, daß das Banksystem den Wertpapier-, insbesondere den Aktienerwerb der privaten Haushalte bestmöglich fördern solle, um breite Bevölkerungsschichten am Produktivvermögen zu beteiligen, ist der den Universalbanken gemachte Vorwurf angesprochen, daß sie das Wertpapiersparen zugunsten des Kontensparens vernachlässigten.

Das durch die empirische Analyse in der BRD sichtbar gewordene Mißverhältnis zwischen dem Konten- und Wertpapiersparen und der relativ hohe Anteil des Wertpapiersparens im amerikanischen Trennsystem scheint diesen Vorwurf zu bestätigen. Der aus der Konzentration auf das Wertpapiergeschäft resultierende Zwang, Effektenumsätze und Effektenemissionen zu tätigen,kann zweifellos den Absatz von Wertpapieren fördern, er kann jedoch auch die Gefahr bedenklicher, aggressiver Verkaufspraktiken zur Folge haben. Denn das Interesse der auf Provisionsbasis arbeitenden "salesmen" ist kaum immer mit dem Kun-

1 Vgl. H.J. Abs, Der europäische Wertpapier- und Emissionsmarkt im Hinblick auf internationale Finanzierungen. "Bank-Betrieb", 5. Jg. (1965), S. 50.

deninteresse in Einklang zu bringen. Bereits ein geringer Rückschlag an der Börse kann das Vertrauen des Wertpapiersparers nachhaltig negativ beeinflussen und das Wertpapiersparen beeinträchtigen. Beispielsweise haben die Reaktionen der Volksaktionäre in der BRD auf Kursrückgänge gezeigt, welche Wirkungen auftreten können, wenn noch nicht wertpapierreife Sparer durch verstärkte Werbung zum Aktienkauf angeregt werden, ohne daß sie ausreichend mit dessen Risiken vertraut gemacht worden sind. Entsprechendes gilt in abgeschwächter Form auch für die Käufer von festverzinslichen Wertpapieren, wenn der Marktzins über den Nominalzins der Papiere steigt.

Verschiedentlich wird das Zurückbleiben des Wertpapiersparens in Ländern mit einem Universalbanksystem hinter den amerikanischen Ergebnissen damit erklärt, daß die Universalbanken eine falsche Anlageberatung betrieben, und ihren Informationsvorsprung[1] zu Lasten der kleinen Anleger zur Kursmanipulation ausnutzten[2]. Grundsätzlich sind solche Manipulationen durch die Universalbank möglich. Zwar sehen die Insider-Empfehlungen[3] in der BRD vor, daß Kreditinstitute und andere gewerbliche Anlageberater nur Wertpapiergeschäfte empfehlen dürfen, die im Inter-

---

1 Diese Kenntnisse resultieren entweder aus dem Kreditgeschäft der Universalbanken oder aus der Tätigkeit der Mitglieder der Bank in Aufsichtsräten von Kapitalgesellschaften.

2 Eine ausführliche Darstellung dieser Problembereiche findet sich bei L. Mülhaupt/H. Wielens, Zum Streit um die Ausgliederung des Effektengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank, a.a.O., S. 229 ff.; H.E. Büschgen, Das Universalbanksystem, a.a.O., S. 77 ff.

3 Vgl. o.V., Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission zur Lösung der sog. Insider-Probleme. Frankfurter Wertpapierbörse, 1972, S. 7 ff.; K. Flachmann, Insider-Informationen und Börsenreform. I./II., "ZfgK", 23. Jg. (1970), S. 593 ff. und S. 650 ff.

esse des Kunden liegen; da es sich jedoch nur um Empfehlungen handelt, hängt die Lösung des Insiderproblems von der Bereitwilligkeit der Beteiligten[1] ab, die Empfehlungen zu befolgen. Wie die seither gemachten Erfahrungen beweisen, ist das Problem der Insider-Informationen in der BRD nach wie vor ungelöst[2].

Die Gründe für den geringen Anteil des Wertpapiersparens an der Gesamtersparnis der privaten Haushalte sind weniger in der Struktur des Banksystems als vielmehr in anderen Faktoren,wie z.B. in der primär emotional bedingten Einstellung vieler Sparer zu den einzelnen Sparformen, Veränderungen in der Struktur der sparfähigen Bevölkerungsgruppen, in steuerlichen Diskriminierungen und im System der Sparförderung zu suchen. Wenn den Universalbanken in der BRD mangelnde Initiative bei der Förderung des Wertpapiersparens vorgeworfen wird, so ist dem entgegenzuhalten, daß die Ersparnisse breiter Bevölkerungsschichten erst in den letzten Jahren begonnen haben, in die Wertpapierreife hineinzuwachsen. Je geringer außerdem die Ersparnisse sind, desto größer ist im allgemeinen auch die Scheu, diese Ersparnisse in risikablen Formen anzulegen. Außerdem darf nicht übersehen werden, daß die Erfolge der Effektenspezialbanken in den Vereinigten Staaten nicht so sehr auf Geschäften mit dem breiten Sparerpublikum, als vielmehr auf der erheblichen Anlagekapazität der institutionellen Anleger beruhen[3]. Da diese institutionellen Anleger in der BRD nur

---

1 Vgl. H. Bremer, Die Insider-Regeln. "Die Aktiengesellschaft", 16. Jg. (1971), S. 55 ff.

2 Vgl. H. Schulz, In jedem zweiten Fall sind Insider am Ball. "Das Wertpapier", 21. Jg. (1973), S. 41 ff.

3 Vgl. S. 45 ff.

relativ geringe Bedeutung haben, fehlt für ein ertragreiches Brokergeschäft eine entscheidende Basis[1]. Wollten Effektenspezialbanken die gleichen Sparerschichten erreichen wie die Universalbanken, so wären sie gezwungen, ein engmaschiges Netz von Zweigstellen aufzubauen. Nur so könnten sie die "Kleinsparer" für sich gewinnen und deren Scheu gegen den Wertpapiererwerb überwinden. Das den Universalbanken zur Verfügung stehende Filialnetz gibt diesen im Effektenabsatz einen erheblichen Vorsprung. Die Bedeutung eines gut ausgebauten Zweigstellennetzes zeigt sich auch in den Vereinigten Staaten, wo die Brokerfirmen und Investmentbanken sich beim Verkauf an Interessenten mit nur geringem Anlagevolumen der Vermittlertätigkeit der Commercial-Banks bedienen[3]. Denn das Wertpapiergeschäft der Spezialbanken ist nur oberhalb einer bestimmten Mindestgrenze rentabel[4], oder es ist nur zu Gebühren möglich, die für den Sparer zu hoch sind bzw. die den Sparer veranlassen, sein Geld in anderen Sparformen anzulegen, wie der sinkende Anteil des direkten privaten Wertpapiererwerbs in den Vereinigten Staaten zeigt[5].

Grundsätzlich muß davon ausgegangen werden, daß die Universalbanken ein ähnlich starkes Interesse an der Förderung des Wertpapiersparens haben wie die Effektenspezialbanken, weil die Mobilisierung der

---

1 Vgl. H.E. Büschgen, Plädoyer für die Universalbank. "ZfgK", 24. Jg. (1971), S. 503; o.V., Analysen - Meinungen - Perspektiven. "Der Volkswirt", 21. Jg. (1967), S. 385.

2 Vgl. H.E. Büschgen, Rahmenbedingungen eines funktionsfähigen Kapitalmarktes in der BRD, a.a.O., S. 5.

3 Vgl. ebenda.

4 Vgl. H.E. Büschgen, Plädoyer für die Universalbank, a.a.O., S. 503.

5 Vgl. S. 33 ff.

·Investitionskredite und damit die liquiditätsmäßige Sicherheit von der Effizienz des Kapitalmarktes abhängt[1]. Ein Beispiel hierfür ist die Schweiz, wo die Universalbanken nicht nur den Anforderungen gerecht werden, die das internationale Geldhandels- und Finanzgeschäft an ihre Leistungsfähigkeit stellt, sondern wo sie, trotz bedeutender institutioneller Kapitalanleger, die einen Großteil der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis auf sich vereinigen, auch als Kapitalsammelstellen fungieren, die die Anlagebedürfnisse der "Kleinanleger" - vor allem auch der Wertpapiersparer - hinreichend befriedigen[2].

Der These, daß die Universalbanken in der BRD das Wertpapiersparen nicht ausreichend förderten und somit die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beeinträchtigten, kann nicht zugestimmt werden. Um eine Reform in Richtung auf das amerikanische Trennsystem rechtfertigen zu können, müßte sich die Sparerstruktur in der BRD grundlegend zugunsten der institutionellen Anleger ändern. Derzeit würde ein Spezialbankensystem den strukturellen Gegebenheiten der Kapitalbildung in der BRD kaum gerecht werden. Diese Auffassung wird vor allem dadurch gestützt, daß schweizer Universalbanken - trotz einer den Vereinigten Staaten vergleichbaren Kapitalangebotsstruktur - ihre Aufgaben zufriedenstellend erfüllen. Die in der BRD von Zeit zu Zeit auftretenden Kapitalmarktkrisen können somit nicht das Ergebnis geschäftspolitischen Fehlverhaltens der Universalbanken sein[3].

1 L. Mülhaupt/H. Wielens, Zum Streit um die Ausgliederung des Effektengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank, a.a.O., S. 225.

2 Vgl. E. Reinhardt, Die Schweiz als internationales Finanzzentrum. Zürich 1966, S. 8.

3 Vgl. H. Feith, Wachsende Finanzierungsbedürfnisse als Herausforderung an den Kapitalmarkt. Frankfurter Wertpapierbörse, Schriftenreihe, H. 7 (1972), S. 10 f.; H.E. Büschgen, Rahmenbedingungen eines funktionsfähigen Kapitalmarktes in der BRD, a.a.O., S. 9; H. Krasensky, Universalbank - Spezialbank. "Österreichisches Bankarchiv", 17. Jg. (1969), S. 264 f.; R. Stößel, Die Großbanken am Kapitalmarkt, a.a.O.

bb. Der Umfang des Wertpapierhandels an den Zirkulationsmärkten in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten

Da die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes außer von der Leistungsfähigkeit des Emissionsmarktes auch von "einwandfrei arbeitenden Märkten für umlaufende Wertpapiere"[1], d.h. den sog. Zirkulationsmärkten abhängt, gilt auch dessen Leistungsvermögen als Beurteilungskriterium. Letzteres ist unentbehrlich sowohl für den Emittenten, damit die Verkehrsfähigkeit seiner Papiere gewährleistet bleibt, als auch für den Erwerber dieser Wertpapiere, damit er sich durch Verkauf seiner Titel jederzeit Zentralbankgeld beschaffen kann[2].

Die Abhängigkeit der Leistungsfähigkeit des Emissionsmarktes von der des Zirkulationsmarktes ergibt sich aus den Interdependenzen der Funktionsbereiche. Denn von der Gesamtheit der durch private Sparer und Unternehmungen in Wertpapieren angelegten Beträge ist einzelwirtschaftlich nur ein Teil tatsächlich langfristiges Sparkapital. Ein großer Teil wird nur vorübergehend in Wertpapieren angelegt, wie z.B. die Gelder aus Gewinnen und Amortisationserträgen der Unternehmungen, die im Betrieb nicht sofort reinvestiert werden sowie die Sparbeträge, die die privaten Sparer aus spekulativen Gründen zur Wertpapieranlage verwenden. Damit derartige vorübergehende Engagements am Markt den kontinuierlichen Absatz auf dem Emissionsmarkt nicht stören, müssen die Zirkulationsmärkte durch Zusammenfassung des Angebots und der Nachfrage für den laufenden Wiederabsatz der Wertpapiere sorgen und deren langfristige

1 R. Flöge, a.a.O., S. 1o4.

2 Vgl. B. Lüthje, a.a.O., S. 9o.

Unterbringung sichern, auch wenn die Wertpapiere den Besitzer wechseln[1]. Gelingt es dem Zirkulationsmarkt nicht, den langfristigen Absatz durch Aneinanderreihung mehrerer kurzfristiger Anlagen zu sichern, so ist ein Wiederverkauf einmal erworbener Papiere nur schwer möglich und die zukünftigen Absatzwege für Neuemissionen versperrt[2].

Ein Größenvergleich der Umsätze an den Wertpapierbörsen in der BRD, der Schweiz und den Vereinigten Staaten ist wegen mangelnder Vergleichbarkeit der vorhandenen statistischen Angaben nicht sinnvoll. Der Vergleich wird deshalb anhand des Kurswertes des an den Börsen zugelassenen Wertpapierangebots und mit Hilfe der Anzahl handelbarer Börsenwerte, d.h. der Auswahl an Wertpapieren, die dem Anleger zur Verfügung steht, durchgeführt[3].

Eine Besonderheit der beiden europäischen Kapitalmärkte ist das im Vergleich zu den Vereinigten Staaten geringe zum Handel zugelassene Wertpapiervermögen[4]. Das Volumen börsennotierten Wertpapiervermögens erreicht in den untersuchten europäischen Ländern lediglich rd. 1/20 des Marktwertes, den die in den Vereinigten Staaten gehandelten Werte aufweisen. Der Prozentsatz des davon tatsächlich zirkulierenden Betrages entzieht sich jedoch - ebenso wie in den Vereinigten Staaten - der statistischen Erfassung.

---

1 Vgl. W. Ehrlicher, Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Formen des Sparens, a.a.O., S. 135 f.

2 Vgl. R. Flöge, a.a.O., S. 130 f.

3 Zahlenangaben werden nicht gemacht; der Verfasser beschränkt sich auf verbale Aussagen und verweist hinsichtlich der Zahlen auf die folgenden Literaturstellen: Segré-Bericht, a.a.O., S. 253 ff.; H.H. Weber, Wie stärkt man einen Kapitalmarkt?, a.a.O., S. 312 f.; OECD, General Report, Paris 1967, S. 197 ff.

4 Vgl. OECD, General Report, a.a.O., S. 197 ff.

Wird der Kurswert der notierten Wertpapiere in Relation zum Brutto-Sozialprodukt des jeweiligen Landes gesetzt, so zeigt sich, daß die New Yorker Börse als Zirkulationsmarkt für Wertpapiere dreimal so groß ist wie die Börsen in den untersuchten europäischen Ländern[1].

Außerdem ist das Angebot an Aktien nach dem Kurswert in den Vereinigten Staaten weit über dem an Rentenwerten, hingegen in den beiden europäischen Ländern deutlich darunter. Wird darüber hinaus berücksichtigt, daß der Kurswert der Renten sich i.d.R. um den Nominalwert herum bewegt, die Aktien an den europäischen Börsen Ende der sechziger Jahre jedoch durchschnittlich über pari notierten, dann zeigt sich, daß in der BRD und der Schweiz die Anleiheemissionen für die Breite des gesamten Wertpapierangebots die entscheidende Rolle spielen. Auch die Anzahl börsennotierter Wertpapiere an den untersuchten Märkten bestätigt dieses Ergebnis[2].

Aus der vergleichsweise geringen Bedeutung des Wertpapierhandels an den untersuchten europäischen Zirkulationsmärkten resultieren im allgemeinen folgende Nachteile[3]:

- Begrenzte Aufnahmefähigkeit des Emissionsmarktes und Überlastung bereits bei einzelnen Emissionen kleinerer Größenordnung. Darüber hinaus treten bei einem relativ engen Markt, auf dem sich ein Ausgleich für Umsätze von beträchtlichem Umfang nur schwer finden läßt, erhebliche Kursschwankungen auf. Zwar garantieren auch breite Märkte keine Kursstabilität; weil jedoch der Zufall einen erheblich geringeren Einfluß auf die Kursbildung

1 Vgl. R. Flöge, a.a.O., S. 105.
2 Vgl. ebenda, S. 106.
3 Vgl. R. Groß, a.a.O., S. 114.

ausübt, sind sie für eine stabile Kursbildung dringend erforderlich[1]. Die Kursstabilität wiederum ist ein wichtiges Kriterium der Funktionsfähigkeit des Marktes[2]; denn starke Kursschwankungen führen vor allem bei privaten Kapitalanlegern zu einem Vertrauensverlust. Solange diese Zweifel am verlustfreien Verkauf ihrer Wertpapiere haben[3], werden sie andere Anlagealternativen der Wertpapieranlage vorziehen.

- Geringerer Liquiditätsgrad bei engem Zirkulationsmarkt mit der Folge, daß Sparer die Wertpapieranlage scheuen oder aber den Liquiditätsverzicht nur gegen einen höheren Zins in Kauf nehmen. Ein Großteil der Ersparnisse der privaten Kapitalanleger bleibt dem organisierten Kapitalmarkt fern und mindert dessen Kapitalangebot. Ein großer Teil der "wertpapierreifen" Ersparnis wird die Form von Spar- oder Termineinlagen behalten.

Abschließend wird noch auf die Gründe[4] eingegangen, die vor allem in der BRD zur "Enge der auf den Zirkulationsmarkt beschränkten Aktienbörse" geführt haben. Sie bestehen in der schwachen Beteiligung der institutionellen Anleger am Aktienhandel, in der Zurückhaltung der privaten Sparer gegenüber dieser Wertpapieranlage und in dem erheblichen Umfang, in

---

1 Vgl. H. Bergmann, Zurück zum Terminhandel. "Der Volkswirt", 21. Jg. (1967), S. 331 ff.

2 Vgl. B. Lüthje, a.a.O., S. 91.

3 Vgl. K. Blessing, Kapitalmarktfragen. "Die Aktiengesellschaft", 2. Jg. (1957), S. 247.

4 Vgl. C.P. Kindleberger, The Pros and Cons of an International Capital Market. "Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft", Bd. 123 (1967), S. 606; J.D. Hogan, Western European Capital Markets and U.S. Capital Outflow Restrictions. "Quarterly Review of Economics and Business", Vol. 4 (1964), S. 66; Segré-Bericht, a.a.O., S. 254.

dem während des Untersuchungszeitraumes Transaktionen durch außerbörsliche Kompensation[1] abgewickelt wurden. Letztere beeinträchtigten vor allem eine exakte Kursbildung der Aktienbörse[2], so daß die Kursfeststellung als eine der wichtigsten Funktionen des Zirkulationsmarktes nicht den tatsächlichen Gegebenheiten entsprach.

Der Umfang des Wertpapierhandels am Zirkulationsmarkt kann somit ebenfalls als Gradmesser für die Funktionsfähigkeit des Gesamtmarktes betrachtet werden. Hohe Wertpapierumsätze und folglich ein breiter Markt sind die Voraussetzung für eine hinreichende Funktionsfähigkeit, denn nur über einen breiten Kapitalmarkt können die Divergenzen zwischen Kapitalbildungsfähigkeit und Investitionsbedarf ohne großen Reibungsverlust ausgeglichen werden.

---

1 Grundsätzlich werden Kundenaufträge in zum amtlichen Handel zugelassenen Aktien von der Bank über die Börse geleitet; die Banken in der BRD haben aber durch die in der Nr. 29 Abs. 1 AGB enthaltene Einschränkung "... es sei denn, daß eine andere ausdrückliche Weisung des Kunden vorliegt" die Möglichkeit, bei entsprechender Einflußnahme auf die Wertpapierkäufer, Kompensationen vorzunehmen. Vgl. o.V., Bundesverband des privaten Bankgewerbes e.V., Wertpapier und Börsenverkehr, Rundschreiben Nr. 41, Köln 1968; M.Schneider, Die neuen Depotprüfungsrichtlinien des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen. "Die Aktiengesellschaft", 16.Jg. (1971), S. 183 ff; H.-D. Deppe, Betriebswirtschaftliche Grundlagen der Geldwirtschaft. Bd. 1 Einführung und Zahlungsverkehr, Stuttgart 1973, S. 2o4.

2 Inwieweit das außerbörsliche Geschäft die Kursbildung der Aktienbörse beeinflußt, wird ausführlich erörtert von B. Lüthje, a.a.O., S. 91 ff.

cc. Die Publizität als Ausdruck der Markttransparenz

Ein weiteres Marktstrukturkriterium ist die Publizität als wichtige Voraussetzung für Markttransparenz. Unter Markttransparenz wird "die völlige Überschaubarkeit aller marktrelevanten Daten verstanden"[1]. Dazu zählt die Unterrichtung des Publikums im Rahmen der allgemeinen Publizitätspflichten der Kapitalgesellschaften (Firmenpublizität) ebenso wie die Information über die Einrichtungen und den Ablauf des Börsengeschehens (Börsenpublizität).

Die häufig erhobene Forderung nach verbesserter Markttransparenz dient dem Ziel, den Kapitalmarkt funktionsfähiger zu machen[2]. Wenn sich die Kapitalanleger wegen unzulänglicher Publizität keinen hinreichenden Überblick über die Vermögens- und Ertragsverhältnisse der emittierenden Unternehmungen, über die gegenwärtige Börsensituation und über deren Zukunftsaussichten verschaffen können, dann ist eine gewisse Scheu vor der Wertpapieranlage[3] die Folge[4]. Nur durch Offenlegung der Daten kann das Mißtrauen des privaten Publikums beseitigt werden. Ohne Publizität fehlt es dem Markt an der nötigen Transparenz und ohne Transparenz kann der Markt seinen volkswirtschaftlichen Funktionen nicht nachkommen.

---

1 E. Tuchtfeldt, Organisierte Markttransparenz und Wettbewerb. "Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik", 102. Jg. (1966), S. 44.

2 Vgl. L. Phlips, Markttransparenz in Theorie und Wirklichkeit. "Wirtsch aft und Wettbewerb", 14. Jg. (1964), S. 206; E. Tuchtfeldt, Organisierte Markttransparenz und Wettbewerb, a.a.O., S. 45; Segré-Bericht, a.a.O., S. 237.

3 Unter Wertpapieranlage wird hier primär die Anlage in Dividendenwerten verstanden.

4 Vgl. P. Lichtenberg, Der Anleger braucht Publizität. "Der Volkswirt", 18. Jg. (1964), Beilage zu Nr. 44, S. 24; K. Forberg, Wiederbelebung des Aktienmarktes. "Der Volkswirt", 7. Jg. (1953), Beilage zu Nr. 46, S. 28.

In der BRD und der Schweiz ist die Firmenpublizität weitaus geringer[1] als in den Vereinigten Staaten. Während in den Vereinigten Staaten von Amerika die Unterrichtung des Publikums erheblich zur Popularisierung des Wertpapiersparens beigetragen hat[2], sind die beiden europäischen Kapitalmärkte durch eine völlige Unübersichtlichkeit gekennzeichnet, wobei die Schweiz sogar noch hinter der BRD zurücksteht[3].

Um breitere Bevölkerungsschichten für das Wertpapiersparen zu gewinnen und das Eigentum an den Produktionsmitteln breiter zu streuen[4], müssen börsennotierte Gesellschaften regelmäßig Zwischenberichte erstatten. Beispielgebend sind hierfür die Gesellschaften in den Vereinigten Staaten, wo sogar die Angabe des Gewinns verlangt wird[5]. Die in den europäischen Ländern vom Gesetzgeber geforderten Informationen beschränken sich im wesentlichen auf die vor der Einführung des Wertpapiers an der Börse verlangte Veröffentlichung des Prospekts. Alle nachfolgenden Informationen wie z.B. der vorgeschriebene Jahresabschluß, erreichen die Öffentlichkeit erst, wenn sich die Lage des Unternehmens schon wieder wesentlich verändert haben kann.

---

1 Vgl. G. Bruns, Transparenz der Börse und Umsatzpublikation. "ZfgK", 15. Jg. (1962), S. 39; P. Lichtenberg, a.a.O., S. 24.

2 Zwar bezieht sich die Vorliebe des Publikums vornehmlich auf das indirekte Aktiensparen, jedoch kann die Präferenz hierfür u.a. auch auf die bessere Publizität zurückgeführt werden.

3 Vgl. P.H. Dencker, Die Aufgaben der Börsen bei einer Integration der Kapitalmärkte. III. Intern. Bankseminar des Deutschen Komitees der AISEC Ev. Auswertungsbericht. Die Börse, 1965, S. 77.

4 Vgl. o.V., Leitgedanken zum Referentenentwurf. Bonn, 8.3.1968 (Manuskript), S. 1; E. Schwartz, Motive und Ziele der Börsenreform. "Sparkasse", 88. Jg. (1971), S. 5 ff.

5 Vgl. o.V., Leitgedanken zum Referentenentwurf, a.a.O., S. 4.

Auch die in der BRD seit 1969 mögliche "freiwillige Zwischenberichterstattung"[1] börsennotierter Gesellschaften ist für den privaten Anleger von geringem Nutzen, weil wegen der unverbindlichen Formulierungen, wie "befriedigende Ergebnisse", "angemessener Anstieg des Gewinns"[2] und des Fehlens von absoluten Zahlen der Aussagegehalt der Mitteilungen äußerst gering ist und kaum über eine oberflächliche Berichterstattung hinausgeht. Amerikanische Erfahrungen beweisen, daß eine erweiterte Firmenpublizität den Gesellschaften nicht schadet, sondern ihre Finanzierungsmöglichkeiten und ganz allgemein ihr Verhältnis zum Publikum verbessert[3].

Auch die Publizität der deutschen und schweizerischen Effektenbörsen (Börsenpublizität) scheint im Hinblick auf die Informationspolitik, die von der New Yorker Stock Exchange (NYSE) betrieben wird, nicht voll zu befriedigen[4]. Verglichen mit dem Public Relations Program der NYSE[5] läßt die Öffentlichkeitsarbeit der

1 Vgl. o.V., Zur freiwilligen Zwischenberichterstattung der Aktiengesellschaften. "Der langfristige Kredit", 20. Jg. (1969), S. 356 ff.

2 Vgl. Deutsche Sparkassenzeitung vom 10.2.1970.

3 Vgl. B. Hufschmid, Angst vor der Publizität. "Wirtschaftsprüfung", 18. Jg. (1965), S. 90; M. Brentano, Neue Aktien an die Börse! "ZfgK", 17. Jg.(1964), S. 494; H. Lück, Ziele und Grundsätze des Privatisierungsprogramms im Bundesgebiet und die Popularisierung der Aktien in den Vereinigten Staaten. Münster 1960; Segré-Bericht, a.a.O., S. 241.

4 Die schweizerischen Effektenbörsen versuchen lediglich, durch tägliche Kursübermittlung und wöchentliche Börsenrückschau in Massenmedien das Publikum zu informieren. Statistiken, die Einblick in die Umsätze der jeweiligen Papiere geben oder genaue Verhältniszíffern für den Kassa- und den Terminhandel liefern, fehlen dagegen völlig. Vgl. H. Vontobel, Die Züricher Effektenbörse in Gegenwart und Zukunft. Deutschland, Schweiz, Schweiz - Deutschland. "Zeitschrift für Förderung der Wirtschaftsbeziehungen", 18. Jg. (1969), Nr. 4, S. 138.

5 Vgl. New Yorker Stock Exchange, Public Relations Programs, New York 1966, S. 1 ff.

europäischen Börsen sehr zu wünschen übrig. So ermutigt die NYSE zum Aktienerwerb, indem sie über Transaktionen von Sparern informiert, die das Risiko des Aktienerwerbs eingehen. Spezielle Abteilungen der NYSE wie das "Institutional Investors Department" und das "Investors Information Department" haben die Aufgabe, den Investment- und Pensions-Fonds sowie den Lebensversicherungen bei ihren Anlageproblemen behilflich zu sein.

Außerdem verfügt die NYSE über ein weit verbreitetes Meldesystem, so daß die Öffentlichkeit während der Börsenzeit laufend über die Börsenumsätze jeder Aktie unterrichtet wird. Diese Einrichtung kann auch für die europäischen Kapitalmärkte als Vorbild dienen. Im Vergleich zu den Bemühungen der NYSE kann die deutsche Regelung lediglich als ein Anfang betrachtet werden. In der BRD veröffentlichen die vier großen Börsen in Frankfurt, Düsseldorf, Hamburg und München, auf die etwa 90 v.H. des gesamten Umsatzes entfallen, täglich nur die Umsätze von 50 ausgesuchten Werten. Im Interesse einer weiteren Verbesserung der Markttransparenz sollte allerdings erwogen werden, wenigstens alle an der Börse gehandelten Werte mit in die Veröffentlichung einzubeziehen.

Die Bekanntgabe aller Börsenumsätze ist für den Kapitalanleger deshalb so wichtig, weil ihm die fortlaufende Information über die Wertpapierumsätze wertvolle Hinweise für seine Anlagepolitik vermittelt[1]. Aus der Kombination von Börsenumsatz und Kursent-

---

1 Vgl. H.E. Büschgen, Die Börsenreformpläne des Bundeswirtschaftsministeriums und Stellungnahmen dazu aus der Wirtschaft. "Blätter für Genossenschaftswesen", 114. Jg. (1968), S. 286 ff.; H. Baumann, Zur Börsenreform aus der Sicht des Volksbanken-Aktiensparens. "Blätter für Genossenschaftswesen", 114. Jg. (1968), S. 292 ff.

wicklung erhält der Anleger einen Gradmesser dafür, ob bei den Marktparteien Zuversicht oder Zurückhaltung dominieren, so daß er Schlüsse auf die Markttendenz ziehen kann. Große Bedeutung kommt den Umsätzen auch für die technische Wertpapieranalyse zu, die sich mit der Prognose der Kursentwicklungen befaßt[1]. Das Umsatzvolumen ist auch für eine marktgerechte Kurslimitierung von Bedeutung. So ist es z.B. in den Vereinigten Staaten vor der Bekanntgabe der Börsenumsätze oft zu starken Kursausschlägen gekommen, weil in Unkenntnis der Größenordnung des Marktes zu hohe unlimitierte Aufträge gegeben wurden[2].

b. Marktverhaltenskriterien

Das Marktverhalten (market conduct)[3] der Wirtschaftssubjekte drückt - im Gegensatz zur Marktstruktur - etwas dynamisches, fließendes, aktives[4] aus. CAVES[5] versteht darunter "a firm's policies toward its

1 Vgl. H.E. Büschgen, Die Börsenreformpläne des Bundeswirtschaftsministeriums und Stellungnahmen dazu aus der Wirtschaft, a.a.O., S. 289.

2 Vgl. H.D. Ost, Publizität der Börsenumsätze zeigt Ergebnisse. "Das Wertpapier", 12. Jg. (1964), S. 443 ff.

3 In der amerikanischen Wettbewerbsliteratur wird auch der Ausdruck "behavior" benutzt. Er wird hier vermieden, da er auch in Verbindung mit einer Veränderung der Preise oder anderer Größen verwandt wird, die nicht unter "conduct" fallen. Vgl. F. v. Stackelberg, Markttests im Verkehr als Instrument zur Ermittlung und Messung marktstrategischer Verhaltensweisen, a.a.O., S. 34.

4 Vgl. St.H. Sosnick, Contemporary Norms of Market Structure and Behavior. A Critical Appraisal. Ph. D. dissertation, deposited in the library of the University of California, Berkeley 1956, S. 95.

5 R. Caves, American Industry, Structure, Conduct, Performance. Cambridge Mass. 1964, S. 37.

product market and toward the moves made by its rivals in that market"[1]. Es handelt sich somit um das Verhalten der Wirtschaftssubjekte, welches darauf ausgerichtet ist, den Markt zu beeinflussen.

Marktverhaltenskriterien betreffen somit die Wettbewerbsbeziehungen zwischen den einzelnen Marktteilnehmern, und zwar sowohl ihre Verhaltensmaximen als auch ihre tatsächlichen Verhaltensweisen[2]. Sie können einmal darauf ausgerichtet sein, einen störungsfreien bzw. funktionsfähigen Kapitalmarkt sicherzustellen, zum anderen hat insbesondere der Staat die Möglichkeit, durch seine Verhaltensweise die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu beeinflussen. Sein Einfluß auf den Marktprozeß resultiert nicht allein aus seiner Position als Marktteilnehmer (Kapitalnachfrager), vielmehr hat er auch kraft seines Hoheitsrechts die Möglichkeit, in die Dispositionen der am Kapitalmarkt auftretenden Wirtschaftssubjekte einzugreifen. Dieses Marktverhalten des Staates ist somit bei der Beurteilung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte besonders zu berücksichtigen.

aa. Die staatlichen Interventionen in den Marktprozeß

Obwohl " eine rational gestaltete Kapitalmarkt-

---

1 Als Wirtschaftssubjekt ist hier die Unternehmung angesprochen.

2 Vgl. E. Hoppmann, Workable Competition als wettbewerbspolitisches Konzept, a.a.O., S. 146; H.J. Ewers, a.a.O., S. 47.

politik zur Sicherung des weitgehend auf Investitionen beruhenden wirtschaftlichen Wachstums[1] dringend notwendig ist, wirken sich staatliche Maßnahmen auf den Marktprozeß und auf die Funktionsfähigkeit vielfach störend aus[2]. Alle dirigistischen Maßnahmen auf dem Kapitalmarkt mit dem Ziel einer Manipulierung des Zinssatzes sowie steuerlichen Begünstigungen müssen deshalb unterbleiben. Das Funktionieren des Kapitalmarktes setzt das ungehinderte Wirken des Zinsmechanismus, die Bildung von Kursen und Zinsen entsprechend den Marktbedingungen voraus. Sobald durch staatliche Preisfixierung, Zinssubventionen oder Steuerdifferenzierung eine Aufspaltung des Gesamtmarktes in eine Anzahl teilweise voneinander abgeschlossener Teilmärkte erfolgt, wird nicht nur die effektive Marktlage verfälscht, sondern auch die Markttransparenz verschlechtert[3]. Damit hängt die Entscheidung über die Kapitalverwendung nicht mehr allein von der Selektionsfunktion des Zinses ab. Der langfristige Zinssatz ist dann hauptsächlich ein Resultat des Kapitalmarktdirigismus und weniger das Ergebnis eines freien Kapitalangebots und einer freien Kapitalnachfrage[4]. Die Preisbildung

1 F.W. Christians, Die Herausforderung der Banken und der Börsen in einer wirtschaftspolitisch integrierten Kapitalmarktpolitik. "Bank-Betrieb", 8. Jg. (1968), S. 325 ff. (S. 326); vgl. auch hierzu L. Lodermeyer, Kapitalmarkt und Kapitalmarktpolitik. "Der langfristige Kredit", 21. Jg. (1970), S. 679 ff.

2 Vgl. H. Lehmacher, Nationale und internationale Störfaktoren eines reibungslosen Ausgleichs von Angebot und Nachfrage auf dem Euro-Kapitalmarkt. Archiv für das Spar-, Giro- und Kreditwesen, H. 10 (1970), S. 25 ff.; F. Steffan, a.a.O., S. 672.

3 Vgl. K. Blessing, Kapitalmarktfragen. "Die Aktiengesellschaft", 2. Jg. (1957), S. 245. Art. Investitionen (H. Meinhold), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Hrsg. E. v.Beckerath et alii, Bd. 5, Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1956, S. 344.

4 Vgl. K. Häuser, Umrisse der Entwicklung des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik. Deutscher und internationaler Kapitalmarkt. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe-Universität Frankfurt a.M., Kolloquien, Beiträge 1, Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Frankfurt a.M. 1970, S. 11.

vollzieht sich dann nicht auf der ganzen Breite und Tiefe des Marktes, sondern große Bereiche der Kapitalverwendung sind durch staatliche Eingriffe der freien Preisbildung entzogen und reagieren auf Änderungen des Zinssatzes nicht mehr oder schwächer als die unreglementierten Sektoren.
In allen untersuchten Ländern versucht der Staat, durch dirigistische Maßnahmen auf das Marktgeschehen Einfluß zu nehmen[1]. Davon betroffen ist vor allem die Ersparnisbildung der privaten Haushalte und der Unternehmungen, die, durch vielfältige Maßnahmen der Sozial-, Finanz- und Steuerpolitik teils direkt, teils indirekt beeinflußt wird, und zwar sowohl was die Höhe als auch die Form der Ersparnisbildung betrifft. Dirigistische Maßnahmen beeinträchtigen in aller Regel die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.

Ein Wertpapier, das steuerliche Vorteile genießt, indem z.B. die Zinsen von der Einkommensteuer befreit sind, kann eine entsprechend geringere Nominalverzinsung bieten, um hinsichtlich der Effektivverzinsung mit den übrigen Wertpapieren konkurrieren zu können. Der Kapitalmarkt wird dadurch in einen Markt für steuerfreie und einen Markt für steuerbegünstigte Wertpapiere gespalten. Die gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung dürfte aber durch derartige steuerliche Vergünstigungen langfristig

---

1 Auf eine ausführliche Darstellung der in den einzelnen Ländern bestehenden steuerlichen Behinderungen kann im Rahmen dieser Arbeit nicht eingegangen werden. Es sollen lediglich kurz die Auswirkungen weitgehend dirigistischer Maßnahmen auf die Funktionsfähigkeit erläutert werden. Vgl. Segré-Bericht, a.a.O., S. 311 ff.; D. Gamerdinger, a.a.O., S. 49; K. Blessing, Kapitalmarktfragen, a.a.O., S. 241; H.G. Merkel, a.a.O., S. 116 ff.; Congress of the United States, a.a.O., S. 41 ff.; G. Schmölders und H. Rittershausen, Moderne Investitionsfinanzierung, Essen 1959, S. 43 ff.

nur wenig gefördert werden. Sie heben die Selektionsfunktion des Zinses auf und erschweren die Markttransparenz.

Eine steuerpolitische Maßnahme, die nicht auf eine Erhöhung des Kapitalangebots abzielt, sondern darauf ausgerichtet ist, Auslandskapital fernzuhalten, um dem "zunehmenden Ungleichgewicht der deutschen Zahlungsbilanz und den störenden internationalen Kapitalfluktuationen entgegenzuwirken"[1], ist die 1965 in der BRD eingeführte Kuponsteuer[2]. Sie ist als eine Parallelmaßnahme zur Zinsausgleichssteuer in den Vereinigten Staaten von Amerika zu werten und kann ebenso wie die in der Schweiz praktizierte Quellenbesteuerung des Kapitalertrages[3] als "kapitalmarktfeindlich" angesehen werden, da sie die Erfüllung der volkswirtschaftlichen Funktionen des Kapitalmarktes behindert.

Die Kuponsteuer unterwirft die Erträge festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten, soweit sie sich im Besitz von Ausländern befinden, einer Kapitalertragsteuer und führt somit zwangsläufig zu einer Verringerung des Kapitalangebots dieser Anlegergruppe. Wegen der Interdependenz der Kapitalmärkte greift die daraus resultierende Kurssenkung am Rentenmarkt auch auf den Aktienmarkt über, so daß auch dort das Kursniveau sinkt,

---

1 O.V., Die Auswirkungen des Kuponsteuergesetzes. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 17.Jg.(1965) Nr. 6. S. 3.

2 Vgl. S. 141ff.dieser Arbeit

3 Vgl. O.V., Die Auswirkungen des Kuponsteuergesetzes, a.a.O., S. 4 f.

eine Aussage, die sich durch die Entwicklung des Aktienmarktes in der BRD nach Ankündigung der Kuponsteuer im Jahre 1964 auch empirisch belegen läßt.

Der Rückgang des ausländischen Kapitalangebots und der daraus folgende Kursfall führt im allgemeinen dazu, daß auch der inländische Kapitalanleger sein Vertrauen in das Wertpapiersparen verliert und seine Anlageziele als gefährdet ansieht. Der Anstieg der Spareinlagen bei den Kreditinstituten in der BRD im gleichen Zeitraum (1964/65)[1] bei gleichzeitig hoher Kapitalnachfrage am Rentenmarkt beweist, daß der private Sparer auf andere Anlagemöglichkeiten ausweicht[2]. Unter Liquiditätsgesichtspunkten bieten diese Anlagen dem Sparer mehr Vorzüge als die relativ geringe Zinsmehreinnahme der Wertpapieranlage, bei der er u.U. einen längeren Liquiditätsverzicht in Kauf nehmen muß, wenn er keine Kursverluste erleiden will. Daß die Kuponsteuer "dazu beigetragen hat, das Ungleichgewicht zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage am deutschen Rentenmarkt zu verstärken ... ist unzweifelhaft"[3]. Das gilt auch für die in der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika erhobene Quellensteuer.

Um die optimale Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu gewährleisten, ist somit die Gleichbehandlung aller Wertpapiere zu fordern, ein Postulat, das sich in der Praxis allerdings nicht realisieren läßt. Gerade in einer Phase starker wirtschaftlicher Expansion, in der die Finanzierungsbedürfnisse in den meisten Ländern schneller zu wachsen pflegen als die Ersparnisse, ist die Begünstigung des Wert-

---

1 Vgl. Tabelle III, IV, V im Anhang.

2 Vgl. "Monatsberichte der Deutschen Bundesbank", 19. Jg. (1967), Nr. 2, S. 56.

3 o.V., Die Auswirkungen des Kuponsteuergesetzes, a.a.O., S. 7.

papiersparens ein fundamentales Ziel. Grundsätzlich muß aber die Forderung aufgestellt werden, daß staatliche Interventionen in den Kapitalmarkt im Interesse der Erhaltung oder Verbesserung der Funktionsfähigkeit nur unter der Voraussetzung zu rechtfertigen sind, daß die einzelnen Maßnahmen sorgfältig aufeinander abgestimmt und die häufig auftretenden unerwünschten Nebenwirkungen so gering wie möglich gehalten werden[1].

bb. Das Verhalten der öffentlichen Hand als Kapitalnachfrager in seinen Auswirkungen auf das Marktgleichgewicht

Angesichts des hohen Kapitalbedarfs in den untersuchten Ländern ist eine Abstimmung der Emissionen hinsichtlich des Timings und eine Beratung[2] der Emittenten in bezug auf das Volumen und die Ausstattung der Papiere dringend notwendig, wenn den Marktverhältnissen Rechnung getragen werden soll. Damit sollen Marktstörungen durch zeitlich schlecht verteilte Emissionen verhindert und Schwankungen der Kurse in Grenzen gehalten werden, denn das "Gleichgewicht an einem Käufermarkt (kann) nur durch die Anpassung der Nachfrage an seine Angebotsleistung gefunden werden"[3]. Zweck einer solchen freiwilligen Koordination der Emissionsvorhaben ist es nicht, den längerfristigen Markttendenzen entgegenzuwirken. Sie bedeutet auch nicht, daß vorübergehende Marktstörungen unmöglich werden, vielmehr sollen

1 Vgl. H. Jecht, Über einige Entwicklungstendenzen und Probleme des westdeutschen Kapitalmarktes. "Wirtschaftsfragen der freien Welt", Frankfurt a.M. 1957, S. 433.

2 Die Beratung erfolgt z.B. in der BRD durch den Konjunkturrat für die öffentliche Hand.

3 Verband privater Hypothekenbanken eV., Bericht über das Geschäftsjahr 1965, Bonn 1966, S. 12.

nur Schwankungen ausgeglichen werden, die durch eine zeitliche Häufung oder ein vorübergehendes Ausbleiben von Emissionen ausgelöst werden, ein Ziel, das sich z.B. durch die Aufstellung eines "Emissionszeitplanes"[1] erreichen ließe[2].

Selbstdisziplin ist vor allem für die öffentliche Hand erforderlich, weil deren Nachfrage den Kapitalmarkt in den europäischen Ländern häufig übermäßig und stoßartig belastet. Obwohl sich der Staat, die Gebietskörperschaften und die öffentlichen Unternehmungen in erster Linie an den Rentenmarkt wenden, beeinflussen sie mit ihren Emissionen die Entwicklung des gesamten organisierten Kapitalmarktes. Ihre Kapitalnachfrage kann Störungen im Marktgleichgewicht hervorrufen, die Zinsen steigen lassen und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beeinträchtigen, weil die öffentlichen Stellen bei ihren schuldenpolitischen Entscheidungen die Marktsituation vielfach nur unzureichend berücksichtigen, indem sie oft gerade bei ungünstiger Marktlage ihre Kapitalaufnahme zu steigern versuchen. Hinzu kommt, daß - vor allem in der BRD - die öffentliche Kapitalnachfrage ständig dazu tendiert, das Angebot am Kapitalmarkt zu übersteigen[3].

---

1 Vgl. H.H. Weber, "Emissionskalender" als Mittel der Kapitalmarktpolitik. "Bank-Betrieb", 7. Jg. (1967), S. 200 ff.

2 Ein Emissionsstop dagegen kann nicht als marktkonforme Maßnahme angesehen werden, da hierdurch die erhöhte Kapitalnachfrage dem geringeren Kapitalangebot zwangsweise angepaßt und der Zins künstlich niedrig gehalten wird.

3 Vgl. B. Benning, Die öffentliche Hand am Kapitalmarkt. Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 79 vom 27.10.1965, S. 1 ff.

Besonders deutlich wird die Tendenz zur "Überbeanspruchung des Kapitalmarktes" in der Phase einer auslaufenden Hochkonjunktur, wenn die Zentralbanken eine restriktive Geld- und Kreditpolitik betreiben, weil sich dann i.d.R. auch die Kassensituation der öffentlichen Hand verschlechtert, wie z.B. in der BRD im Jahre 1965[1]. Selbst auf Kosten erheblicher Zinssteigerungen versuchen öffentliche Stellen, in solchen Zeiten ihren Kapitalbedarf möglichst weitgehend am organisierten Kapitalmarkt zu decken.

Eine verminderte und zeitlich gestaffelte Kapitalnachfrage der öffentlichen Stellen würde sich auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes positiv auswirken[2]. Die Ansprüche und Vorhaben im öffentlichen Bereich müssen auf eine Größenordnung beschränkt und zeitlich so verteilt werden, daß den Marktgegebenheiten Rechnung getragen wird. Der Markt muß dem privaten und öffentlichen Sektor in einer angemessenen Relation[3] zur Deckung ihres volkswirtschaftlich vertretbaren Kapitalbedarfs zur Verfügung stehen. Es gibt allerdings Situationen, wo es im gesamtwirtschaftlichen Interesse liegt, den Infrastrukturinvestitionen, z.B. Kraftwerken, Vorrang vor den privatwirtschaftlichen Investitionen einzuräumen.

---

1 Vgl. H. Schwedes, a.a.O., S. 23 ff.

2 Vgl. E. Werle, Öffentliche Investitionen und Wirtschaftswachstum. Sonderschrift des IFO-Instituts für Wirtschaftsforschung, Nr. 25, Berlin-München 1960, S. 22; Volkswirtschaftliche Studiengruppe, a.a.O., S. 33.

3 Die Problematik der Vergleichbarkeit dieser Investitionen wird ausführlich behandelt von E.G. Vetter, Investitionslenkung. Heidelberg 1956, S. 29 ff.

Allerdings können die für öffentliche Investitionen erforderlichen Mittel zumindest zum Teil auch auf anderen Wegen als über den Rentenmarkt beschafft werden; denn strukturelle Ungleichgewichte und Anspannungen am Kapitalmarkt können, wie das Beispiel des amerikanischen Marktes zeigt, durch einen höheren Anteil der kurzfristigen Finanzierung vermieden werden. Durch Ausgabe von Schuldtiteln unterschiedlicher Fristigkeit kann auch dem unterschiedlichen Liquiditätsbedürfnis der einzelnen Anlegergruppen besser entsprochen werden[1].

cc. Das Marktverhalten der institutionellen Anleger

Die Vermögensanlagen einzelner institutioneller Anleger unterliegen in allen untersuchten Ländern gesetzlichen Beschränkungen[2]. Dadurch wird die Freiheit der Anlage auf dem Kapitalmarkt begrenzt[3]. Nur innerhalb ihres durch die Anlagevorschriften abgesteckten Rahmens können die Institutionen die Art ihrer Anlage frei wählen und entsprechend ihrer Zielsetzung Anlagepolitik betreiben[4]. Ein beträchtlicher Teil aller langfristig verfügbaren Anlagemittel gelangt auch deshalb nicht an den organisierten Kapitalmarkt, weil die institutionellen Anleger, insbesondere die Versicherungen, zu Lasten der Wertpapieranlage vor allem Grundstücke und Hypothekenforderungen als Vermögensanlage bevorzugen. Wegen der bestehenden Anlagevorschriften findet vielfach eine

1 Vgl. R. Groß, a.a.O., S. 106 f.

2 Siehe S. 54 ff.

3 Vgl. H.G. Merkel, a.a.O., S. 132.

4 Vgl. F. Marbach, Zur Frage der wirtschaftlichen Staatsinterventionen. Bonn 1951, S. 37; G. Schmölders, Finanzpolitik. Berlin, Göttingen, Heidelberg 1955, S. 152.

Substitution bestimmter Anlageformen statt. Die dadurch verursachte Verminderung des Angebots am organisierten Kapitalmarkt wird durch die im Zusammenhang mit den Anlagevorschriften zu sehende Förderung bzw. Diskriminierung einzelner Nachfragegruppen noch verstärkt[1]. Denn die Kapitalanlagebeschränkungen kommen beispielsweise in Europa fast ausschließlich dem öffentlichen Sektor zugute[2], weil die Vorschriften die Mittelanlage in öffentlichen Anleihen, Pfandbriefen und Kommunalobligationen bevorzugen[3],während sie die Anlage in Aktien und Industrieobligationen nur begrenzt zulassen[4]. Demgegenüber zeigt sich in den Vereinigten Staaten von Amerika ein völlig anderes Bild. Hier sind die Anlagevorschriften in den letzten Jahren immer mehr gelockert worden, so daß die Kapitalsammelstellen in zunehmendem Maße auch Industrieobligationen in ihr Portefeuille aufnehmen. Das ist unter dem Aspekt der Sicherheit auch vertretbar, weil Industrieobligationen grundpfandrechtlich oder,soweit es sich um Versorgungsunternehmen handelt, durch Bürgschaften gesichert sind[5].

Mit der Zunahme des institutionellen Sparens wächst auch das Kapitalangebot der Kapitalsammelstellen am organisierten Kapitalmarkt stärker als das der übrigen Kapitalanleger. Die Kapitalanlagevor-

---

1 Vgl. W. Heubaum, a.a.O., S. 131 ff.

2 Vgl. ebenda.

3 Auch in den Anlagebeschränkungen der schweizer Lebensversicherungsgesellschaften sind Staatsanleihen, Hypotheken und Pfandbriefe dominierend.

4 Vgl. § 1807 Abs. 1, Nr. 4 bezüglich der Mündelsicherheit und § 68 Abs. 1 Ziff. 1 und Ziff. 6 VAG bezüglich der Deckungsstockfähigkeit.

5 Vgl. A. Stier, Die Sicherung von Industrieanleihen. Frankfurt a.M. 1970.

schriften eine Minderung des privaten Anteils am Kapitalmarktaufkommen zugunsten des öffentlichen Sektors induzieren[1]. Die privaten Emittenten müssen folglich einen höheren Zinssatz zahlen.

Soweit sie dazu nicht in der Lage sind, müssen sie als Nachfrager am organisierten Kapitalmarkt ausscheiden.

Auf den Teilmärkten, die durch Anlagevorschriften begünstigt werden, erhöht sich dagegen das Kapitalangebot. Den Emittenten, die z.B. bevorzugt den Rentenmarkt in Anspruch nehmen, steht somit ein entsprechend erhöhtes Kapitalangebot zur Verfügung, das c.p. zu einer Zinssenkung führt, so daß die öffentliche Hand als überwiegend 'begünstigter' Kapitalnachfrager ihre Nachfrage solange ausdehnen kann, bis über die Kurssenkung der emittierten Papiere die ursprüngliche Rendite wiederhergestellt ist[2]. Die Emittenten, deren Papiere durch die Anlagevorschriften begünstigt sind,haben somit einen Zinsvorteil, denn, um Kapital in gleicher Höhe wie vor dem Erlaß der Anlagevorschriften nachfragen zu können, müßten sie, falls die Vorschriften nicht bestünden einen höheren Zins bieten[3].

Die gesetzlichen Vorschriften für die Vermögensanlage von Kapitalsammelstellen[4] bestimmen weitgehend die Anlageoperationen am Markt, wobei die Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit umso größer sind, je bedeutsamer das institutionelle Sparen bei Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds ist. Ein Teil des Kapitalangebots wird lediglich einem beschränk-

---

1 Vgl. W. Heubaum, a.a.O., S. 135.

2 Vgl. H.G. Merkel, a.a.O., S. 137.

3 Vgl. ebenda.

4 Als Kapitalsammelstellen gelten hier die Versicherungsgesellschaften sowie die privaten und öffentlichen Pensionsfonds.

ten Nachfragerkreis zugeführt. Gleichzeitig wird der Zins seiner Selektionsfunktion nicht mehr gerecht, weil er daran gehindert wird, seine regulierende Funktion auszuüben und das knappe Kapital in die Verwendungen zu lenken, die den höchsten Ertrag erwarten lassen[1]. Da die Freizügigkeit des Kapitals in den Vereinigten Staaten am größten ist, ist der Schluß zulässig, daß der amerikanische Kapitalmarkt insoweit auch den höchsten Grad an Funktionsfähigkeit erreicht.

c. Marktergebniskriterien

In der kapitalmarktpolitischen Literatur[2] werden folgende Marktergebniskriterien als Beurteilungsmaßstäbe für die Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes genannt:

- das Emissionsvolumen des organisierten Kapitalmarktes[3].
- die Höhe des Kapitalmarktzinses.
- die Stabilität des Kapitalmarktes.
- die Höhe der Transformationskosten.

1 Vgl. W. Heubaum, a.a.O., S. 130.

2 Vgl. Commitee for Invisible Transactions, Capital Markets Study General Report. Organisation for Economic Cooperation and Development, Paris 1967, S. 219 ff. (im folgenden zitiert: OECD, Capital Markets Study. General Report); H.E. Büschgen, Der Kapitalmarkt, a.a.O., S. 510; L. Baranyai, Die Kapitalmärkte - von den USA aus gesehen. I. "ZfgK", 17. Jg. (1964), S. 788 ff.; Art. Kapitalmarkt (G. Bröker), a.a.O., S. 953 ff.

3 Einige Autoren in der Literatur setzen das Emissionsvolumen des Kapitalmarktes in Beziehung zur Kapazität des Kapitalmarktes. Zwar gilt die Kapazität allgemein als Maß für die Leistungsfähigkeit, es wird jedoch in der Literatur keine Aussage darüber gemacht, um welche Kapazität es sich handelt, d.h. die Begriffe Maximal-, Minimal- und Optimalkapazität werden nicht gebraucht. Außerdem bleibt unberücksichtigt, daß es sich beim Emissionsvolumen lediglich um das tatsächliche Volumen handelt und nicht um das maximal mögliche, das vielfach als Kapazität bezeichnet wird. Somit ist das Emissionsvolumen

aa. Das Emissionsvolumen des organisierten Kapitalmarktes[1]

Die Leistungsfähigkeit des organisierten Kapitalmarktes ist außer von der Höhe der Ersparnisbildung einmal von der Anlagewilligkeit des Publikums i.S. seiner Bereitschaft, in Wertpapierform zu sparen, abhängig und zum anderen von der Bereitschaft der Emittenten zur Investitionsfinanzierung über den Wertpapiermarkt. Weil diese Bereitschaft in den einzelnen Ländern unterschiedlich ist, kann auch der Umfang der Wertpapieremissionen im Verhältnis zur gesamtwirtschaftlichen Investitionssumme keinen geeigneten Maßstab für einen Leistungsvergleich der Kapitalmärkte abgeben. In Tabelle XV[2] ist die Leistung der nationalen Kapitalmärkte durch das Netto-Emissionsvolumen in Prozent des Brutto-Sozialprodukts dargestellt[3]. Auch auf diese Weise kann zwar der Einfluß der Finanzierungsgewohnheiten auf das gesamte Emissionsvolumen nicht ausgeschaltet werden. Durch den Vergleich von Ländern mit hoher und mit niedriger Wertpapierfinanzierungsquote wird jedoch immerhin ein Anhaltspunkt dafür gewonnen, ein wie hoher Vomhundertsatz des Brutto-Sozialprodukts dem organisierten Kapitalmarkt an Kapitalmarktmitteln zur Verfügung gestellt bzw. entnommen wird[4].

---

kein brauchbarer Maßstab für die Kapazität des Kapitalmarktes. Vgl. zum Kapazitätsbegriff E. Gutenberg, Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Erster Band: Die Produktion. 13. Aufl., Berlin, Heidelberg, New York 1967, S. 73 ff.

1 Das Emissionsvolumen als Marktergebniskriterium bezieht sich ausschließlich auf den Emissions- bzw. Primärmarkt des organisierten Kapitalmarktes. Als Beurteilungsmaßstab für den Zirkulations- bzw. Sekundärmarkt gilt der Umlauf von Wertpapieren. Hierzu ausführlich S. 178 ff. dieser Arbeit.

2 Siehe S. 202 dieser Arbeit.

3 Vgl. H. Wielens, a.a.O., S. 54; L. Baranyai, Die Kapitalmärkte - von den USA aus gesehen. I., a.a.O., S. 788.

4 Vgl. R. Flöge, a.a.O., S. 95 ff.

Setzt man das Netto-Emissionsvolumen zum Bruttosozialprodukt der Vereinigten Staaten, der Schweiz und der Bundesrepublik in Beziehung, dann tritt die erheblich größere Emissionsquote des Schweizer Kapitalmarktes deutlich in Erscheinung. Mit einer durchschnittlichen Emissionsquote von 7,3 v.H. (1960-1969) liegt die Schweiz weit vor den Vereinigten Staaten und der BRD, deren Emissionsquote mit 3,6 bzw. 3,5 v.H. annähernd gleich ist[1]. Der schweizerische Kapitalmarkt verdient somit zu Recht den Namen eines internationalen Finanzzentrums[2], das es dank der politischen, gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Stabilität verstanden hat, einheimische und ausländische Mittel anzuziehen, zu sammeln und innerhalb oder außerhalb der Landesgrenzen wieder anzulegen[3].

---

1 Vgl. Tabelle XV Seite 2o2 dieser Arbeit

2 Vgl. H. Strasser, Die Schweiz als internationaler Finanzplatz. "Schweizerischer Bankverein, Bulletin", Nr. 3/1969, S. 29 ff.; M. Iklé, Die Schweiz als internationaler Kapitalmarkt. Strukturwandlungen der schweizerischen Wirtschaft und Gesellschaft. Festschrift für Fr. Marbach, Bern 1962, S. 251 ff.

3 Vgl. J.R. Lademann, Geld, Kapital bis 1980. "Industrielle Organisation", 39. Jg. (1970), Nr. 3, S. 111 ff.; K. Völk, a.a.O., S. 39 ff.

Tab. XV: Die Wertpapieremissionen in der Schweiz, der BRD und in den Vereinigten Staaten von Amerika in v.H. des Bruttosozialproduktes zu Marktpreisen von 1960-1969

| Jahr | Anleihen | | | Aktien | | | Total | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Schweiz | USA | BRD | Schweiz | USA | BRD | Schweiz | USA | BRD |
| 1960 | 3,6 | 2,5 | 1,5 | 2,5 | 0,4 | 0,9 | 6,1 | 2,9 | 2,4 |
| 1961 | 5,1 | 5,8 | 2,4 | 3,0 | 0,7 | 1,0 | 8,1 | 6,5 | 3,4 |
| 1962 | 3,7 | -0,4 | 2,7 | 3,9 | 0,3 | 0,6 | 7,6 | -0,1 | 3,3 |
| 1963 | 5,4 | 4,3 | 3,2 | 3,1 | 0,2 | 0,3 | 8,5 | 4,5 | 3,6 |
| 1964 | 5,4 | 3,9 | 2,8 | 2,8 | 0,5 | 0,5 | 8,2 | 4,4 | 3,3 |
| 1965 | 4,5 | 2,4 | 3,0 | 2,7 | 0,3 | 0,9 | 7,2 | 2,7 | 3,9 |
| 1966 | 4,5 | 2,2 | 1,4 | 2,0 | 0,3 | 0,6 | 6,5 | 2,5 | 2,0 |
| 1967 | 4,6 | 4,5 | 3,3 | 2,0 | 0,4 | 0,4 | 6,6 | 4,9 | 3,7 |
| 1968 | 4,8 | 4,3 | 4,4 | 2,6 | 0,5 | 0,6 | 7,4 | 4,8 | 5,0 |
| 1969 | 3,8 | 2,4 | 3,2 | 3,0 | 0,9 | 0,5 | 6,8 | 3,3 | 3,7 |

Quelle: Statistisches Bundesamt, Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1965, S. 552; 1970, S. 490; siehe auch Tab. XVIII im Anhang; OECD, The Capital Market in switzerland, a.a.O., Tab. IX; Statistisches Jahrbuch der Schweiz 1971, S. 334; OECD, National Accounts of OECD Countries a.a.O., S. 72 ff.; siehe auch Quelle Tab. XXIII.

Bemerkenswert ist, daß insbesondere die Vereinigten Staaten, deren Börse im internationalen Vergleich den höchsten Umsatz hat, mit ihrem relativen Emissionsvolumen nur knapp vor der BRD liegen. Die Emissionsquote von 3,6 v.H. des Bruttosozialproduktes "erhärtet die Vermutung, daß die Sparbildung in Wertpapierform nicht einfach eine Frage von Kapitalreichtum oder Kapitalarmut ist"[1]. An anlagebereitem Kapital hat es, wie die im zweiten Teil dieser Arbeit durchgeführte Analyse der Kapitalangebotsstruktur gezeigt hat, in den Vereinigten Staaten von Amerika nicht gefehlt. Vielmehr waren das jahrelange Ansteigen der Aktienkurse sowie das zeitweise verhältnismäßig niedrige Kapitalzinsniveau ein Beweis dafür, daß einer wirksamen Kapitalnachfrage ein reichliches Kapitalangebot am Renten- und Aktienmarkt gegenüberstand[2].

1 K. Richebächer, Die Wertpapiermärkte als Finanzierungsquelle, a.a.O., S. 122.

2 Vgl. ebenda.

Auch auf den einzelnen Teilmärkten der Schweiz und der Bundesrepublik Deutschland war die Emissionsquote größer als die der Vereinigten Staaten. Zum Teil dürfte dies darauf zurückzuführen sein, daß der Kapitalmarkt in den Vereinigten Staaten seine Finanzierungsfunktion weitgehend verloren und sich hauptsächlich zu einem Handelsmarkt entwickelt hat. Der geringe Anteil z.B. der Aktienemissionen kann aber auch mit einer zunehmenden Selbstfinanzierung bzw. Finanzierung aus Abschreibungsgegenwerten begründet werden.

bb. Die Höhe des Kapitalmarktzinses

Als weiteres Kriterium für die Funktionsfähigkeit wird in der Literatur[1] die Höhe des Kapitalmarktzinses genannt, wobei als Kapitalmarktzins - offensichtlich repräsentativ für alle Zinssätze[2] - der Nominalzins der jeweils begebenen Anleihen gilt.[3] Die Wahl dieses Kriteriums wird zunächst damit begründet, daß die Höhe des Zinssatzes im engen Zusammenhang mit dem Nettoabsatz festverzinslicher Wertpapiere steht. Theoretisch werden die Emittenten bei hohen Zinsen in der Regel von Neuemissionen auf dem Rentenmarkt absehen und andere Möglichkeiten der Finanzierung suchen. Die Entwicklung der Kapital-

1 Vgl. H.E. Büschgen, Der Kapitalmarkt, a.a.O., S. 510.

2 In der Wirtschaftstheorie wird häufig nur von "dem" Zins gesprochen, wobei jedoch außer Acht gelassen wird, daß es in der Praxis keinen einheitlichen Kapitalmarktzins gibt, sondern eine Reihe von Zinssätzen nebeneinander. Vgl. J. Somogyi, Kapitalmarktzins, Sparen und Investieren. Probleme des Kapitalmarktes. Monographien I. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Frankfurt a.M. 1971, S. 29 f.

3 Vgl. folgende Seite.

nachfrage z.B. in der Bundesrepublik Deutschland im Jahre 1972 hat jedoch Zweifel an der Richtigkeit dieser Annahme auftreten lassen. Wegen der inflationären Entwicklung und der auf weitere Zinssteigerung gerichteten Erwartungen war die Kapitalnachfrage 1972 in der Bundesrepublik Deutschland außerordentlich hoch. Demgegenüber läßt die Nachfrage nach längerfristigen Mitteln in der Regel nach, wenn mit sinkenden Zinsen gerechnet wird, wobei u.a. auch Vorstellungen über die Angemessenheit der Zinshöhe[1] eine wichtige Rolle spielen.

---

3 Vgl. Art. Geld- und Kapitalmarkt (W. Ehrlicher), Staatslexikon. Hrsg. Görres-Gesellschaft, Bd. III, Freiburg 1959, S. 674. Wichtige Ausstattungsmerkmale einer Emission bleiben dabei unberücksichtigt (Emissionskurs, Rückzahlungskurs. Laufzeit der Emission). So werden z.B. in einigen Ländern die Anleihen unter pari emittiert, während in anderen Ländern ein Rückzahlungsagio gewährt wird. Sind Emissions- und Rückzahlungskurs unterschiedlich, muß bei der Berechnung der Effektivverzinsung die Anleihelaufzeit mit berücksichtigt werden. Obwohl bei internationalen Kapitalmarktzinsvergleichen diese Faktoren außer acht gelassen werden, bringt eine Gegenüberstellung der Nominalzinssätze dennoch die unterschiedliche Höhe des Kapitalzinses von Land zu Land hinreichend zum Ausdruck. Vgl. G. Bröker, Kapitalmarktzins und Emissionskosten in Westeuropa und Nordamerika. "Bank-Betrieb", 3. Jg. (1962), S. 47 ff.; Schweizerische Bankgesellschaft, Nationale Zinsstrukturen und internationales Zinsgefälle. Zürich 1970.

1 Die Angemessenheit der Zinshöhe ist nicht nur eine Frage der Emittenten und Kapitalanleger; sie ist vor allem auch unter gesamtwirtschaftlichen, die wirtschaftspolitischen Zielsetzungen beachtenden Aspekten zu untersuchen. Dieser Gesichtspunkt wird im Zusammenhang mit der Höhe des Kapitalmarktzinses als Marktergebniskriterium für die Funktionsfähigkeit in der Literatur bisher nicht berücksichtigt. Vgl. zur Angemessenheit der Zinshöhe J. Mühl, Bestimmungsgründe der Kapitalmarktentwicklung. Probleme der Ordnung und Regulierung des Kapitalmarktes. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Kolloquien-Beiträge Nr. 8, Frankfurt a.M. 1973, S. 31 f.

Umgekehrt verhält sich der Sparer. Bei steigenden Zinsen wird er sich in Erwartung weiterer Zinssteigerungen von einer längerfristigen Anlage zurückhalten, während er bei erwartetem Rückgang des Zinsniveaus dazu neigt, seine Zurückhaltung aufzugeben.[1]

Im übrigen ist für den Sparer - für sich allein genommen - die Höhe des Kapitalmarktzinses nicht so bedeutsam, wie vielfach angenommen wird. Entscheidend für seine Kapitalanlage ist vielmehr die Zinsstruktur, d.h. das Zinsgefälle zwischen den geldnahen Anlagen und den eigentlichen Kapitalmarktanlagen. Hohe absolute und relative Differenzen z.B. zwischen den Zinssätzen für Spareinlagen und der Effektivrendite von festverzinslichen Wertpapieren müßten demnach eine Verlagerung von Spareinlagen zu Bankschuldverschreibungen und/oder öffentlichen Anleihen bewirken[2].Allerdings müßte dieses Gefälle so stark sein,daß es nicht nur das Kursrisiko,sondern auch die sonstigen Hemmnisse, die bei den Sparern gegenüber der Wertpapieranlage bestehen, zu überwinden vermag.

Neben der Zinshöhe, den Zinserwartungen und den Zinsdifferenzen übt naturgemäß auch die Geldentwertungsrate auf die Anlageentscheidungen

---

1 Vgl. J. Mühl, a.a.O., S. 31 f.

2 Vgl. ebenda, S. 27.

der Sparer nicht zu unterschätzende Wirkungen aus,[1] denn es kommt nicht nur auf die nominale Höhe der Zinserträge, sondern auch auf ihre reale Entwicklung an. Der um die Inflationsrate bereinigte Zinssatz verläuft u.U. entgegengesetzt zur Nominalverzinsung. Im Extremfall können die jeweiligen Raten der Geldentwertung höher sein als die Zinssätze für langfristige Anlagen, so daß die Verzinsung durch die Geldentwertung aufgezehrt wird[2].

Andererseits können steigende Geldentwertungsraten dem organisierten Kapitalmarkt auch zusätzliche Mittel zuführen, dann nämlich, wenn sie den Sparer veranlassen, wegen der Geldentwertung in höherverzinsliche Anlagen umzusteigen[3].

Kennzeichen aller untersuchten Kapitalmärkte im Zeitraum von 1960-1970 war ein bemerkenswerter Anstieg der Zinssätze. Ausgangspunkt der internationalen Zinshausse waren die Vereinigten Staaten, deren gesamtwirtschaftliches Zinsniveau[4], nachdem es sich von 1960 bis 1964 nur von 3,88 v.H. auf 3,94 v.H. erhöht hatte, im Jahre 1969 eine Höhe von 6,21 v.H. erreichte[5]. Zwar führten die Amerikaner zur Bekämpfung dieses außergewöhnlichen Zinsanstiegs zwischenzeitlich die Zinsausgleichssteuer[6] ein, die aber

1 Vgl. ausführlich hierzu K. Häuser, Geldwertverschlechterung und Kapitalmarkt - Theoretische Aspekte. Geldwertverschlechterung und Kapitalmarkt. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Kolloquien-Beiträge, Nr. 5, Frankfurt a.M. 1972, S. 7 ff.

2 Vgl. K. Häuser, Geldwertverschlechterung und Kapitalmarkt - Theoretische Aspekte, a.a.O., S. 8.

3 Diese Tendenz zeigte sich vor allem Anfang 1973 in der BRD, als bei verminderter Zunahme des Kontensparens gleichzeitig gute Absatzergebnisse für festverzinsliche Wertpapiere erzielt wurden. Vgl. J. Mühl, a.a.O., S. 30.

4 Das gesamtwirtschaftliche Zinsniveau spiegelt die für die Volkswirtschaft eines Landes für die Aufnahme und die Anlage von Mitteln gegebenen Zinsbedingungen wider.

5 und 6 siehe folgende Seite.

statt den Zinsanstieg im Inland zu bremsen, das Zinsniveau weiter erhöhte. Die im Jahre 1968 einsetzende restriktive Kreditpolitik, die sowohl die Banken als auch die Unternehmungen zwang ., ihren Mittelbedarf zum Teil am Euromarkt zu decken, übertrug den Zinsauftrieb auch auf Europa.

Selbst die Schweiz als traditionelles Niedrigzinsland konnte sich dem weltweiten Trend des Zinsanstiegs nicht entziehen[1]. Dennoch blieb das Zinsniveau dieses Landes erheblich unter dem der Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik Deutschland.

Für Industrieobligationen wurde beispielsweise 1969/1970 in den Vereinigten Staaten eine Durchschnittsrendite von 8,0 v.H. errechnet, in der Bundesrepublik Deutschland von rd. 7,5 v.H. und in der Schweiz von rd. 5,5 v.H.[2]. Bei neuaufgelegten Industrieobligationen erstklassiger Schuldner lag der Zins in den Vereinigten Staaten zum Teil sogar noch um o,5 v.H. höher. Zum gleichen Zeitpunkt war die Durchschnittsrendite von Staatsobligationen mit rd. 6,5 v.H. in den Vereinigten Staaten, mit 7,5 v.H. in der BRD und mit 5,2 v.H. in der Schweiz teilweise erheblich niedriger. Der vergleichsweise niedrige

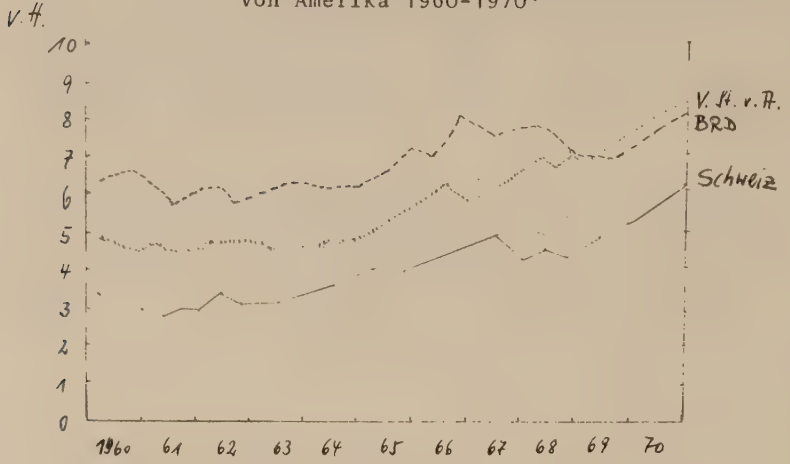
5 Vgl. Abb. XVI , S. 2o8 dieser Arbeit.

6 Siehe S. 143 ff.

1 Vgl. E.F. Paltzer, Einige Gedanken zum schweizerischen und internationalen Emissionsgeschäft. "Schweizerischer Bankverein, Bulletin", Nr. 1/1968, S. 5; M. Iklé, a.a.O., S. 127 f.; OECD, The Capital Markets in Switzerland, a.a.O., S. 34; S. Homer/R.I. Johannesen, The Price of Money 1946 to 1969. An Analytical Study of United States and Foreign Interest Rates. New Jersey 1969, S. 32; W. Kull, Entwicklungen am schweizerischen Kapitalmarkt, Juni 1972, o.O., S. 3 f.

2 Vgl. OECD, Financial Statistics, 1971, 4 Table I. B/01, I.B/07, I.B/19; Schweizerische Bankgesellschaft, Nationale Zinsstrukturen und internationales Zinsgefälle, a.a.O.

Abb. XVI Die Entwicklung der "Long-Term Interest Rates" in der Schweiz, der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika 1960-1970[1]




1 Vgl. OECD, The capital market in Switzerland, a.a.O., S. 35.

Zins in der Schweiz ist namentlich auf die Vertrauensstellung der Schweiz als internationaler Finanzplatz und die währungspolitische Stabilität des Schweizer Franken zurückzuführen. Der auch in der Schweiz festzustellende Zinsanstieg hat jedoch dazu beigetragen, daß sich im Verein mit der zunehmenden Verflechtung der nationalen Geld- und Kapitalmärkte das internationale Zinsgefälle in den sechziger Jahren stetig vermindert hat.

Die ungewöhnlich hohen Zinssätze lassen darauf schließen, daß sie in zunehmendem Maße eine Inflationsmarge einschließen, d.h. "die Höhe des Zinssatzes wird nicht mehr allein oder vorwiegend durch die Produktivität des Kapitals und als Prämie für den Verzicht

auf Liquidität bestimmt, sondern er enthält zugleich eine Entschädigung für den Verlust an Kaufkraft, den der Gläubiger bei längerem Engagement erleidet oder erleiden könnte"[1]. Das hat zur Folge, daß der Kapitalmarktzins solange nicht mehr auf das frühere "normale" Niveau sinken wird, bis die Geldentwertungsrate den früher etwa bei 4 v.H. anzusetzenden sog. landesüblichen Zinssatz erreicht oder gar übersteigt[2].

cc. Die Stabilität des Kapitalmarktes

Der Wahl des Kriteriums "Stabilität des Kapitalmarktes" zur Beurteilung der Funktionsfähigkeit liegt die Vorstellung zugrunde, daß in einem funktionsfähigen Markt Angebot und Nachfrage über die jeweiligen Preisvorstellungen für das entsprechende Gleichgewicht sorgen [3]. Dieser Aussage steht jedoch die Wirklichkeit gegenüber, die zeigt, daß angesichts des steigenden Kapitalbedarfs des öffentlichen Sektors und der privaten Wirtschaft dieses Gleichgewicht auf einzelnen Kapitalmärkten zum Teil erheblich gestört ist. Obwohl Schwankungen des Angebots zum normalen Marktmechanismus gehören, rufen Transaktionen bestimmter Sektoren starke Schwankungen hervor, die eine dauernde Instabilität des Kapitalmarktes bewirken[4], so daß "der Markt aus eigener Kraft sein Gleichgewicht nicht immer findet bzw. nur um den

---

1 K. Häuser, Geldwertverschlechterung und Kapitalmarkt - Theoretische Aspekte, a.a.O., S. 12.

2 Vgl. ebenda.

3 Vgl. K. Flachmann, Instrumente der Emissionspolitik. Probleme der Ordnung und Regulierung des Kapitalmarktes, a.a.O., S. 56.

4 Vgl. OECD, Capital Markets Study, General Report, a.a.O., S. 230.

Preis so hoher gesamtwirtschaftlicher Kosten zu finden vermag, daß ein Eingreifen in adäquater Form erforderlich ist"[1].

Als Indiz einer ständigen Gefährdung der Marktstabilität muß die ausgeprägte Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes[2] (z.B. in der BRD) gewertet werden. Diese Abhängigkeit ist möglich, "weil die Langfristigkeit der Bindung von Finanzmitteln nur für den Kapitalnehmer gegeben ist, während die Kapitalgeber ständig wechseln"[3]. Die enge Verflechtung von Geld- und Kapitalmarkt in der BRD ist darin begründet, daß ein Großteil der Rentenemissionen nicht unmittelbar vom privaten Sparerpublikum, sondern von den Kreditinstituten aufgenommen wird[4], die ihre Überschußkasse, statt sie am Geldmarkt anzulegen, zum Kauf von Rentenwerten verwenden. Da die Kreditinstitute ihre Rentenpapierportefeuilles als

---

1 K. Flachmann, Instrumente der Emissionspolitik, a.a.O., S. 56.

2 Vgl. Geschäftsbericht der Bank Deutscher Länder für das Jahr 1955, S. 25; H.W. Jenkis, Funktionsfähiger Kapitalmarkt - Voraussetzung für eine freie und wachsende Wirtschaft. "Der langfristige Kredit", 21. Jg. (1970), S. 560; H. Lipfert, Der Geldmarkt. Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Hrsg. Ph. Möhring, H. Rittershausen, Bd. 1, Frankfurt a.M. 1962, S. 13.

3 H. Lipfert, Der Geldmarkt, a.a.O., S. 13.

4 Auffallend ist neben dem Anteil festverzinslicher Wertpapiere in den Kundendepots bei Kreditinstituten der hohe Anteil, der auf die Eigenbestände der Kreditinstitute entfällt. Hierbei ist zu bedenken, daß diese Wertpapiere in der Hauptsache die Gegenposition für Bankeinlagen privater Einleger darstellen. Die Kreditinstitute legen i.d.R. einen großen Teil der bei ihnen eingelegten Ersparnisse in festverzinslichenWertpapiere an. Vgl. B. Benning, Zur Struktur des deutschen Wertpapiermarktes. Die Rolle einzelner Wertpapierarten auf dem Kapitalmarkt. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Kolloquien-Beiträge, Nr. 6, Frankfurt a.M. 1973, S. 20.

Liquiditätsreserve betrachten[1], machen sie ihre Käufe von Rentenwerten weitgehend von ihrer Liquiditätslage abhängig. In Zeiten angespannter Bankenliquidität und zunehmender Versteifung des Geldmarktes (1955, 1969) halten sie mit Käufen zurück oder stoßen sogar Wertpapiere ab und lösen damit Kursrückgänge und Zinssteigerungstendenzen aus. Diese Verhaltensweise der Banken kann auch dadurch verursacht sein, daß die Banken in Zeiten eines steigenden Kapitalmarktzinses früher erworbene Rentenwerte abstoßen, um mit dem Erlös entweder Kredite zu gewähren oder um neu emittierte höherverzinsliche Wertpapiere zu kaufen oder um dem Kursrisiko, das u.U. mit einem längeren Wertpapierbesitz verbunden ist, zu entgehen.

In der Schweiz[2] und in den Vereinigten Staaten von Amerika ist die Geldmarktabhängigkeit des Kapital-

1 Vgl. H. Raida, Kann sich der Kapitalmarkt vom Geldmarkt lösen? "Blätter für Genossenschaftswesen", 118. Jg. (1972), S. 274 ff.; M. Burchardt, Zur Charakterisierung des deutschen Geldmarktes. "ZfgK", 25. Jg. (1972), S. 95 ff.

2 Die geringe Abhängigkeit des Geldmarktes vom Kapitalmarkt in der Schweiz ist auch auf das Fehlen eines gut ausgebauten Geldmarktes zurückzuführen. Im Gegensatz zu den vom Krieg unmittelbar betroffenen Ländern fehlt es in der Schweiz an einer grösseren kurzfristigen Staatsschuld, so daß die für die großen Geldmärkte typischen Geldmarktpapiere, wie z.B. Schatzwechsel, nicht vorhanden sind. Der Bund, die Kantone und die Gemeinden ziehen es im allgemeinen vor, ihre kurzfristigen Schulden möglichst rasch auf dem Kapitalmarkt zu konsolidieren. Das geringe Angebot an für die Anlage kurzfristiger Mittel geeigneten Staatspapieren haben die Entwicklung des schweizer Kapitalmarktes ebenso beeinflußt wie die geringe Bedeutung des Diskontkredits und der Einfluß ausländischen Kapitals, der das Bankensystem ständig mit flüssigen Mitteln versorgt, so daß sich die Banken zur Deckung ihres Liquiditätsbedarfs nur selten an die Notenbank wenden müssen. Vgl. K. Völk, a.a.O., S. 39; o.V., Der schweizerische Geldmarkt. Wirtschaftsnotizen, Juli/August 1970, Hrsg. Schweizerische Bankgesellschaft, S. 3 ff.; E. Reinhard, Die Schweiz als internationales Finanzzentrum. Zürich 1966, S. 3 ff.; Art. Geldmarkt (o.V.), Handbuch des Bank-, Geld- und Börsenwesens der Schweiz. Thurn 1964, S. 279; M. Iklé, Die Schweiz als internationaler Bank- und Finanzplatz, a.a.O., S. 125; H. Strasser, Die Schweiz als internationaler Finanzplatz, a.a.O., S. 29 ff.

marktes weit geringer als in der BRD, weil das Volumen der neu emittierten Wertpapiere weniger von Bankenkäufen als vielmehr von den Käufen institutioneller Anleger, wie z.B. Versicherungen, Pensionsfonds, Investmentgesellschaften, abhängt[1]. Wegen des ständigen Mittelzuflusses einerseits und des relativ gleichbleibenden Mittelbedarfs andererseits weisen diese Institutionen regelmäßig Überschüsse aus, die sie in Kapitalmarkttiteln anlegen und üben durch ihre Wertpapierkäufe einen stabilisierenden Einfluß auf den Kapitalmarkt aus[2]. Dank der Stetigkeit ihres auf vertraglichen Vereinbarungen beruhenden Mittelzuflusses haben kreditpolitische Maßnahmen und konjunkturelle Schwankungen auf das Gesamtvolumen ihres Kapitalangebots nur geringen Einfluß[3]. Ihre Bedeutung als Transformatoren von Anlagemitteln in Kreditbeträge mit festen, meist längeren Laufzeiten, ihre Bereitschaft und Fähigkeit, Kredit- und Kursrisiken zu übernehmen[4], macht sie zu einem wesentlichen Bestimmungsfaktor für die Stabilität des Kapitalmarktes. Kapitalmärkte mit einem hohen Anteil des an längerfristige Verträge gebundenen Vertragssparens und entsprechendem Institutionalisierungsgrad sind deshalb stabiler als Märkte, deren Struktur primär durch das Kontensparen geprägt wird.

---

1 Vgl. S. 38 ff.

2 Vgl. W. Zimmermann, Die volkswirtschaftliche Bedeutung der versicherungswirtschaftlichen Kapitalbildung. Mannheim 1968, S. 253 ff.

3 Vgl. M. v.Bargen, Vertragssicherung und Kapitalmarkt. "ZfgK", 20. Jg. (1967), S. 422; Art. Kapitalmarkt (G. Bröker), a.a.O., S. 954 ff.

4 Vgl. Th. Buch, Die Rolle der Institutionen am deutschen Kapitalmarkt. Die Rolle von Institutsgruppen und Kapitalsammelstellen am deutschen Kapitalmarkt. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität, Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Kolloquien-Beiträge, Bd. 4 (1972), S. 17 f.

Die außerhalb des Finanzsektors stehenden institutionellen Anleger nehmen insbesondere in den Vereinigten Staaten von Amerika als Vermittler für langfristiges Kapital eine wichtige Position ein. Zwar zeigt sich in den letzten Jahren auch in den Vereinigten Staaten beim privaten Publikum eine Vorliebe für liquide Sparformen, aber der damit verbundene negative Einfluß auf die Stabilität des Marktes wird durch eine überaus starke Beteiligung der Versicherungsgesellschaften, Investmentgesellschaften und Pensionsfonds als Anleger am Kapitalmarkt kompensiert. In der Schweiz kommt lediglich den Pensionsfonds und den Investmentgesellschaften größere Bedeutung als Kapitalanbieter zu, während die Versicherungsgesellschaften primär die Anlage in Hypotheken und sonstigem Vermögen bevorzugen[1]. Dennoch ist das gesamte Kapitalangebot der institutionellen Investoren in der Schweiz immer noch erheblich größer als in der Bundesrepublik Deutschland. Wegen des in der BRD herrschenden Sozialversicherungssystems[2] und der stark ausgeprägten Vorliebe der privaten Sparer für das Kontensparen bei Kreditinstituten ist die Ersparnisbildung bei den institutionellen Investoren in der BRD vergleichsweise gering, so daß sie auch nur wenig zur Stabilität des Kapitalmarktes beitragen können. Da die Nachfrage nach Wertpapieren am Emissions- und Zirkulationsmarkt außer von den Kreditinstituten hauptsächlich von privaten Anlegern bestimmt wird, kommt die Umsatztätigkeit von Zeit zu Zeit völlig zum Erliegen, so daß der Kapitalmarkt weder seine Finanzierungs- noch seine Liquidisierungsfunktion erfüllen kann. Eine Verstärkung der Rentenkäufe institutio-

1 Vgl. S. 42. dieser Arbeit.

2 Vgl. S. 57 ff. dieser Arbeit.

neller Investoren (Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Investmentgesellschaften) in der BRD zu Lasten der Kreditinstitute würde die Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes mildern und dadurch zu einer Stabilisierung des Kapitalangebots, einer Verringerung der Kursschwankungen auf dem Rentenmarkt und zu einer ruhigeren Zinsentwicklung beitragen[1].

dd. Die Höhe der Transformationskosten

Als weiteres Kriterium der Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes gilt die Höhe der Transformationskosten[2]. Je geringer die Kosten sind, "die bei dem Transfer längerfristiger Finanzierungsmittel von den Stellen ihrer Aufbringung zu den Stellen ihrer endgültigen Verwendung und im Zuge des unter Umständen damit verbundenen Transformations-Prozesses entstehen"[3], umso besser erfüllt der Kapitalmarkt seine Funktionen. Gäbe es vergleichbare internationale statistische Unterlagen, so könnten die Transformationskosten als Differenz aus der Durchschnittsverzinsung des gesamten Sparaufkommens und dem durchschnittlichen effektiven Zinssatz aller vor den nichtfinanziellen Sektoren aufgenommenen Finanzierungsmittel ermittelt werden.

Die Transformationskosten lassen sich jedoch nur für Teilmärkte des Kapitalmarktes errechnen. Sie ergeben sich z.B. für Industrieobligationen aus

---

1 Vgl. H. Raida, a.a.O., S. 275.

2 Zu diesem Problemkreis vgl. auch W. Stützel, Banken, Kapital und Kredit in der zweiten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts, a.a.O., S. 527 ff.; derselbe, Bankpolitik heute und morgen, Frankfurt a.M. 1964, S. 92 ff.

3 Art. Kapitalmarkt (G. Bröker), a.a.O., S. 954.

der Differenz zwischen der Rendite, die diese Papiere dem Anleger abwerfen, und der Effektivbelastung des Emittenten von Industrieobligationen[1]. Die Effektivbelastung des Emittenten unterscheidet sich vom Renditesatz für den Anleger durch die einmaligen Kosten der Emission und die mit der Emission verbundenen laufenden Nichtzinskosten[2].

Die Transformationskosten[3] liegen in den Vereinigten Staaten von Amerika wegen der geringen steuerlichen Belastung industrieller Anleihen, der relativ niedrigeren Übernahme- und Plazierungsprovisionen und der kostengünstigeren hohen Direktplacierung bei institutionellen Investoren niedriger als in den beiden europäischen Ländern. Die institutionellen Anleger bestimmen somit nicht nur den Grad der Marktstabilität, sondern üben auch einen erheblichen Einfluß

---

1 Vgl. Art. Kapitalmarkt (G. Bröker), a.a.O., S.954 f.

2 Zweckmäßigerweise ermittelt man die effektiven Kapitalbeschaffungskosten in der Weise, daß man die einmaligen Emissionskosten als Prozentsatz des Anleihe-Nominalbetrages vom Emissionskurs abzieht und die laufenden Nichtzinskosten, ausgedrückt in v.H. des Anleihe-Nominalbetrages per annum, zum Nominalzins hinzurechnet. Vgl. G. Bröker, Kapitalzins und Emissionskosten in Westeuropa und Nordamerika, a.a.O., S. 48.

3 Ein zahlenmäßiger Vergleich über die Höhe der Transformationskosten in den einzelnen Ländern muß mangels exakter Unterlagen unterbleiben. Die in diesem Zusammenhang gemachten Aussagen stützen sich deshalb überwiegend auf die folgenden Untersuchungen. Vgl. G. Bröker, Kapitalzins und Emissionskosten in Westeuropa und Nordamerika, a.a.O., S. 47 ff.; Art. Kapitalmarkt (G. Bröker), a.a.O., S. 954; OECD, Capital Markets Study, General Report, a.a.O., S. 232 f.

4 Ein Vergleich der Emissionskosten in den verschiedenen Ländern wird zum Teil durch die Existenz von fixen Kosten (Druck- und Publizitätskosten) erschwert, die ein umso größeres Gewicht haben, je kleiner das Anleihevolumen ist. Vgl. G. Bröker, Kapitalzins und Emissionskosten in Westeuropa und Nordamerika, a.a.O., S. 47 ff.

auf die Höhe der Transformationskosten aus. In den Vereinigten Staaten und in der Schweiz werden viele Emissionen nicht mehr öffentlich aufgelegt, sondern im Wege der privaten Plazierung[1] unmittelbar von den großen institutionellen Anlegern übernommen. Dadurch werden die Transformationskosten auf ein Minimum reduziert, während der "Detailvertrieb" primär an private Sparerschichten in der Bundesrepublik Deutschland relativ hohe Vertriebskosten verursacht.

## 2. Die Probleme der Messung der Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes mit Hilfe der Marktergebnis-, Marktstruktur- und Marktverhaltenskriterien

Zum Abschluß muß auf die Vorbehalte hingewiesen werden, unter denen die obigen Aussagen Gültigkeit besitzen. Die Beurteilung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte wird durch verschiedene Faktoren beeinträchtigt. Hierzu zählen die subjektiven Werturteile, die sich bei der Bestimmung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ebensowenig vermeiden lassen wie im Gesamtbereich der Wirtschafts- und Wettbewerbspolitik. Außerdem kann die Aussagefähigkeit der Marktanalyse beeinträchtigt werden, wenn nur ein oder zwei der bestehenden Marktdimensionen[2] berücksichtigt werden.

---

1 Im Gegensatz zur öffentlichen Emission steht die privat oder direkte Placierung, d.h. die Placierung unter der Hand. Bei dieser Begebungsart werden die Titel nur einem beschränkten Kreis von Interessenten durch mündliche oder schriftliche Empfehlung angeboten. Ein Prospekt wird nicht veröffentlicht. Vgl. H.L. Budich, a.a.O., S. 351 ff.

2 Unter den Marktdimensionen werden die Marktergebniskriterien, die Marktstrukturkriterien und die Marktverhaltenskriterien verstanden.

Die Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes hängt nicht zuletzt auch von der Lösung des Zurechnungsproblems ab, d.h. von der Beantwortung der Frage, welcher Einfluß jedem einzelnen Kriterium auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zuzurechnen ist.

a. Die Objektivität der Kriterien

Kapitalmarktpolitische Entscheidungen sollten zwar rational sein, beinhalten jedoch vielfach subjektive Elemente[1], da z.B. die Ergebnisse der Marktanalyse stark von den mit ihr betrauten Personen und deren Vorstellungen von den bestmöglichen, teils hypothetischen Ergebnissen abhängig sind.

Es erscheint deshalb zweckmäßig, die subjektiven Einflüsse bei der Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes kurz aufzuzeigen[2]:

- Die Entscheidung über die Bedeutung einzelner Kapitalmarktfunktionen im Konfliktfall (Ist die Finanzierungsfunktion wichtiger als die Liquidisierungsfunktion?).
- Die Entscheidung, welche Marktkriterien zur Bestimmung der Funktionsfähigkeit wichtig, welche weniger wichtig sind.
- Die Entscheidung über den gewünschten Ausprägungsgrad eines Marktkriteriums, d.h. über die Norm.

---

1 Vgl. F. v.Stackelberg, a.a.O., S. 49 ff.; K.E. Kniener, Maßstäbe eines funktionsfähigen Wettbewerbs im Verkehr. Münsteraner Diss., 1969, S. 81; E. Hoppmann, Workable Competition als wettbewerbspolitisches Konzept, a.a.O., S. 177 ff.; E. Görgens, Wettbewerb und Wirtschaftswachstum. Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Hrsg. E. Tuchtfeldt, Bd. 10, Freiburg 1969, S. 31 ff.

2 Die folgenden Ausführungen entstammen der Wettbewerbstheorie. Es wurde versucht, sie auf den Kapitalmarkt zu übertragen. Vgl. ausführlich St.H. Sosnick, A Critique of Concepts of Workable Competition, a.a.O., S. 412 f.; F. v.Stackelberg, a.a.O., S. 49 ff.

(Ist beispielsweise ein Zinsniveau von 5 v.H. zu hoch, oder wie hoch muß das Leistungsvermögen eines Kapitalmarktes sein, damit die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes gerade noch gewährleistet ist?)

- Die Entscheidung, inwieweit man eine Verschlechterung z.B. der Finanzierungsfunktion bei gleichzeitiger Verbesserung der Selektionsfunktion noch akzeptieren sollte.

Mißt man die Funktionsfähikeit eines Kapitalmarktes an den Marktergebniskriterien, dann erweisen sich die Kapitalmärkte als besonders funktionsfähig, die das - an der Bruttoinvestition gemessen - größte Emissionsvolumen, die relativ beste Stabilität, das niedrigste Zinsniveau und die niedrigsten Transformationskosten[1] aufweisen. Im Rahmen des hier angestellten Vergleichs gilt dies vor allem für den schweizer Kapitalmarkt, während die Vereinigten Staaten an zweiter und die Bundesrepublik Deutschland an dritter Stelle rangieren.

Da die Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes mit Hilfe der Marktergebniskriterien, wie sie bisher in der Literatur[2] vorgenommen wurde, den stärksten subjektiven Einflüssen unterliegt und somit die Aussagefähigkeit dieser Kriterien begrenzt ist, werden sie in dieser Arbeit weniger zur Bewertung mit herangezogen[3] als die Marktstruktur- und Marktverhaltenskriterien, obwohl auch diese nicht ausschließlich mit objektiven Maßstäben zu messen sind.

---

1 Die Aussage bezüglich der relativ geringen Transformationskosten bedarf jedoch einer gewissen Einschränkung, da es bisher noch keine Untersuchungen darüber gibt, wie groß bei Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds etc. "die Marge zwischen den Durchschnittskosten der Mittelbeschaffung und den Durchschnittserträgen ihrer Geldanlagen ist." Art. Kapitalmarkt (G. Bröker), a.a.O., S. 957.

2 Vgl. Art. Kapitalmarkt (G. Bröker), a.a.O., S. 939 ff.; H.E. Büschgen, Der Kapitalmarkt, a.a.O., S. 510.

3 Auch die US-amerikanische Antritrust-Rechtsprechung lehnt i.d.R. Marktergebniskriterien zur Beurteilung ab, da es keine eindeutigen und operablen Maßstäbe für einen Vergleich zwischen tatsächlichen und hypothetischen Marktergebnissen gibt. Vgl. F. v.Stackelberg, a.a.O., S. 67.

b. Die Problematik der isolierten Anwendung einzelner Marktkriterien

Werden Marktergebnis, Marktstruktur und Marktverhalten als jeweils eine Marktdimension verstanden, so liegt eine Beschränkung der Marktdimensionalität bei kapitalmarktpolitischen Untersuchungen dann vor, wenn mindestens eine Marktdimension keine Berücksichtigung findet. Es wird dann von ein- oder zweidimensionalen Markttests gesprochen[1].

Wird die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes entweder nur anhand von Marktergebniskriterien, von Marktstruktur- oder nur anhand von Marktverhaltenskriterien beurteilt, so liegen "eindimensionale Markttests" vor. Die Beurteilung lediglich mit Hilfe von Marktergebniskriterien wird sowohl von Vertretern der Wettbewerbstheorie[2] als auch von Autoren[3] befürwortet, die sich mit kapitalmarktpolitischen Fragestellungen auseinandersetzen. Sie[4] begründen ihre Auffassung damit, daß es unter ökonomischen Gesichtspunkten nur auf ein gutes Ergebnis ankommt, und daß gegebene Marktstruktur- und Marktverhaltensnormen nicht unbedingt ein solches hervorbringen. Ist das Marktergebnis zufriedenstellend, so kann das gleiche Resultat auch der Struktur des Kapitalmarktes und dem Verhalten der Markteilnehmer beigemessen werden.

---

1 Die folgenden Ausführungen lehnen sich eng an die Veröffentlichung von F. v.Stackelberg, Markttests im Verkehr als Instrument zur Ermittlung und Messung marktstrategischer Verhaltensweisen, a.a.O., S. 52 ff., an.

2 Vgl. St.H. Sosnic, Contemporary Norms of Market Structure and Behavior, a.a.O., S. 170.

3 Vgl. S. 199 dieser Arbeit.

4 Hierbei sind hauptsächlich die Wettbewerbstheoretiker angesprochen.

Da die gesamte Kritik, die gegen die Marktergebniskriterien (performances) vorgebracht wird, nicht wiedergegeben werden kann, sollen wenigstens einige Einwände kurz aufgeführt werden[1]. Marktergebnisse informieren nicht über die Situation im Zeitablauf; sie sagen nichts darüber aus, unter welchen konkreten Bedingungen diese Resultate zustandegekommen sind, inwieweit staatliche Verhaltensweisen oder strukturelle Ausgangsbedingungen, unter denen sich das Kapitalmarktgeschehen vollzieht, die ökonomischen Resultate bewirkt haben; wann ein Ergebnis "gut" oder "schlecht" ist[2].

Die Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Marktes ausschließlich anhand von Marktstrukturkriterien wird damit begründet, daß zwischen Marktstruktur(market structure), Marktverhalten(market conduct) und Marktergebnis(market performance) eine Kausalität bestehe: Beim Vorliegen einer bestimmten Marktstruktur könnten sich die Wirtschaftssubjekte nur in einer bestimmten Weise verhalten, woraus zwangsläufig ein bestimmtes Ergebnis folge. Es komme also lediglich darauf an, die Struktur des Kapitalmarktes bestmöglich zu gestalten.

Diese Hypothese deterministischer Beziehungen zwischen den einzelnen Marktkriterien kann jedoch nicht aufrechterhalten werden. Zwar können von einer bestimmten Marktstruktur positive oder negative Wirkungen

---

1 Vgl. St.H. Sosnick, A Critique of Concepts of Workable Competition, a.a.O., S. 380 ff.; E. Görgens, Wachstum versus Macht, a.a.O., S. 45 ff.; E.J. Mestmäcker, Probleme des Bestmöglichen in der Wettbewerbspolitik. Probleme der Normativen Ökonomik. Hrsg. E. v.Beckerath und H. Giersch in Verb. mit H. Lampert, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N.F., Bd. 29, Berlin 1963, S. 310 ff.; K. Stegemann, a.a.O., S. 247 ff.

2 Vgl. F. v.Stackelberg, a.a.O., S. 54.

auf das Marktverhalten oder die Marktergebnisse ausgehen; in der Volkswirtschaftslehre - insbesondere in der Wettbewerbstheorie - gibt es jedoch kein ökonomisches Gesetz, "das derartige Wirkungen der Strukturkomponenten auf das Verhalten und die Ergebnisse bestimmbar macht"[1], so daß eine Beurteilung der Funktionsfähigkeit nur nach dem Marktstrukturtest (market structure approach) allgemein abgelehnt wird[2].

Auch die Beurteilung der Funktionsfähigkeit ausschließlich nach Marktverhaltenskriterien wird in der Literatur kritisiert. Diesem Ansatz liegt die Auffassung zugrunde, daß weder Struktur noch Ergebnis zufriedenstellende Aussagen über einen funktionsfähigen Kapitalmarkt machen könnten, daß es somit keine zufriedenstellenden diesbezüglichen Standards gebe, und daß letzten Endes nur das Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer dafür verantwortlich gemacht werden könne, ob die volkswirtschaftlichen Kapitalmarktfunktionen erfüllt würden oder nicht. Insbesondere sei es nicht möglich, einen umfassenden Katalog von erwünschten und unerwünschten Verhaltensnormen zu erstellen, der so vielfältig und detailliert abgefaßt ist, daß er alle möglichen Verhaltensweisen der Wirtschaftssubjekte erfasse[3].

---

1 F. v.Stackelberg, a.a.O., S. 54.

2 Vgl. C.E. Griffin, An Economic Approach to Antitrust Problems National Economic Problems, No. 441, New York 1951, S. 59.

3 Vgl. St.H. Sosnick, Contemporary Norms of Market Structure and Behavior, a.a.O., S. 166; F. v.Stackelberg, a.a.O., S. 55.

Außer den Möglichkeiten, die Funktionsfähigkeit entweder nur mit Struktur-, Ergebnis- oder Verhaltenskriterien zu beurteilen, werden in der Literatur[1] auch "zweidimensionale Markttests" vorgeschlagen. Zweidimensionale Markttests sind dadurch gekennzeichnet, daß Kriterien einer Marktdimension fehlen. Als Maßstäbe zur Beurteilung werden beispielsweise Struktur- und Verhaltenskriterien oder Verhaltens- und Ergebniskriterien oder Struktur- und Ergebniskriterien genannt.

Auch zweidimensionale Markttests müssen zur Beurteilung der Funktionsfähigkeit abgelehnt werden[2], so daß der im Rahmen dieser Untersuchung durchgeführte Markttest letztlich nur aus Kriterien aller drei Marktkategorien bestehen kann.

Bei der Frage nach der Funktionsfähigkeit sind zwar die bisher in der kapitalmarktpolitischen Literatur ausschließlich zur Beurteilung herangezogenen Marktergebniskriterien von Interesse, wichtiger ist jedoch gerade die empirische Erforschung der Marktergebnisse mit Hilfe von Marktstruktur- und Marktverhaltensnormen[3].

---

1 C.D. Edwards, Maintainign Cometition, Requisites of a Governmental Policy. New York etc. 1949, S. 8 ff.; A.R. Oxenfeldt, Industrial Pricing and Market Practices, New York 1951, S. 90 ff.; C.E. Griffin, a.a.O., S. 62 f.; F. v.Stackelberg, a.a.O., S. 59 ff.

2 Die Einwände gegen den zweidimensionalen Markttest entsprechen i.d.R. denen, die bereits zum eindimensionalen Markttest vorgebracht wurden, so daß auf eine Wiederholung verzichtet werden kann.

3 Vgl. M. Tolksdorf, Hoppmanns neoklassische Wettbewerbstheorie als Grundlage der Wettbewerbspolitik. "Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik", Bd. 183 (1969), H. 1, S. 61 ff.; K. Stegemann, a.a.O., S. 248 und die dort angegebene Literatur.

Die Marktstruktur und das Marktverhalten sind die Faktoren, die das Marktergebnis bestimmen. Wenn man deshalb Aussagen über das Zustandekommen von Marktergebnissen machen will, ist eine dreidimensionale Marktanalyse unentbehrlich. Die dadurch sichtbaren Marktstruktur- und Marktverhaltenskriterien sind schließlich auch erforderlich, um durch eine Veränderung der Struktur und der Verhaltensweisen der Kapitalmarktteilnehmer die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu verbessern.

Daß die Maßstäbe auf der Grundlage des Marktergebnisses allein zur Beurteilung nicht ausreichen, ist auch durch die Tatsache bedingt, daß sie bei einer Marktanalyse im allgemeinen lediglich auf einen bestimmten Zeitpunkt und nicht auf einen Zeitraum bezogen werden, wie es angesichts der Interdependenz von Marktergebnis, Marktstruktur und Marktverhalten[1] erforderlich wäre. Diese Kategorien stehen nicht beziehungslos nebeneinander. Ein bestimmtes Marktergebnis kann beispielsweise durch Merkmale der Marktstruktur (z.B. die Existenz von Spezialkreditinstituten in der Bundesrepublik Deutschland) und durch Merkmale des Marktverhaltens (z.B. die flexible Schuldenpolitik der öffentlichen Hand in den Vereinigten Staaten) bedingt sein.

---

1 "In the first place it should be noted that structure conduct and performance are interrelated". B. de Gaay Fortmann, Theory of competition policy. Amsterdam 1966, S. 86; zitiert bei H.J. Ewers, a.a.O., S. 93; vgl. auch K.E. Knieper, a.a.O., S. 41.

c. Der Einfluß eines einzelnen Kriteriums auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes

Obwohl in der wettbewerbstheoretischen und kapitalmarktpolitischen Literatur[1] die Meinung vertreten wird, daß sich die verschiedenen Marktkriterien grundsätzlich für die Beurteilung der Funktionsfähigkeit eignen, hängt die Beantwortung dieser Frage nicht zuletzt davon ab, welcher Einfluß jedem einzelnen Kriterium auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zukommt bzw. zuzurechnen ist.
Es wird zwar die Existenz dieses Problems nicht angezweifelt; auch wird dessen Bedeutung für die Beurteilung jeder einzelnen Kapitalmarktfunktion herausgestellt; Möglichkeiten der Lösung wurden bisher jedoch nur unzureichend diskutiert.

Ließe sich eine einzelne Kapitalmarktfunktion eindeutig durch ein entsprechendes Kriterium charakterisieren, so könnte dessen Beitrag zur Funktionsfähigkeit isoliert für jede einzelne Funktion ermittelt werden. Ist die Lösung des Zurechnungsproblems nicht möglich, so kann die Beurteilung der Funktionen nur en bloc, d.h. simultan, durchgeführt werden.

---

1 Vgl. Art. Kapitalmarkt (G.Bröker), a.a.O.,S. 939 ff.; Büschgen.H.E., Der Kapitalmarkt, a.a.O., S. 5o7 ff.

Während in der betriebswirtschaftlichen Investitionstheorie ein ähnlich gelagertes Problem der Zurechnung teilweise[1] und auch nur unter begrenzten, realitätsfremden Voraussetzungen gelöst werden konnte, bereitet in der Volkswirtschaftslehre die Zurechnung einzelner Kriterien zu bestimmten Funktionen erhebliche Schwierigkeiten. Die Frage, welches Kriterium z.B. für die Liquidisierungsfunktion heranzuziehen ist, bzw. wie man den Grad der Zielerfüllung der Liquidisierungsfunktion exakt messen kann, ist somit - wenn überhaupt - nur unzureichend beantwortet. Setzt man voraus, daß die Bewertung einzelner Funktionen möglich wäre, dann resultieren daraus weitere Probleme: Wie will man die Funktionen im Konfliktfalle gegeneinander abwägen; wie lassen sich die einzelnen Meßergebnisse zu einem Gesamturteil über die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes aggregieren? Es ist nicht entschieden, ob z.B. eine bessere Erfüllung der Finanzierungsfunktion bei gleichzeitiger Verschlechterung der Selektionsfunktion die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beeinflußt, oder allgemein formuliert, ob und inwieweit die Verbesserung einer Funktion die Verschlechterung einer anderen Funktion kompensiert oder überkompensiert.

Eine exakte Beurteilung der volkswirtschaftlichen Kapitalmarktfunktionen ist wegen der bereits aufgezeigten Zurechnungs- und Bewertungsprobleme nicht möglich; es kann somit auch nicht bestimmt werden, wann der Kapitalmarkt seine Funktionen optimal erfüllt. Schon der Bereich der optimalen Funktionserfüllung selbst ist unzureichend definiert, und die Notwendigkeit der Einführung von ad-hoc

1 Vgl. D. Adam, Das Interdependenzproblem in der Investitionsrechnung und die Möglichkeiten einer Zurechnung von Erträgen auf einzelne Investitionsobjekte. "Der Betrieb", 19. Jg. (1966), S. 989 ff.

(subjektiven) Werturteilen kompliziert die genaue Beurteilung der Funktionsfähigkeit noch weiter. Zu einer zuverlässigen Beurteilung gelangt man deshalb nur, wenn man praktikable Kriterien entwickelt, anhand deren man prüfen kann - negativ formuliert -, ob die Abweichungen von der Funktionsfähigkeit ein solches Ausmaß erreichen, daß die Erfüllung der volkswirtschaftlichen Kapitalmarktfunktionen tendenziell nicht mehr gewährleistet ist. Bei der Beurteilung werden deshalb hauptsächlich die strukturellen Ausgangsbedingungen (Marktstrukturkriterien) und Verhaltensweisen einzelner Kapitalmarktteilnehmer (Marktverhaltenskriterien) herangezogen, von denen gesagt werden kann, daß sie mit hoher Wahrscheinlichkeit den Kapitalmarkt funktionsunfähig machen[1].

Da sich wissenschaftlich nicht sichern läßt, wann dieses der Fall ist, erschien es erforderlich, mittels einer empirischen Marktanalyse von Fall zu Fall zu prüfen, welche Formen von Beschränkungen der Funktionsfähigkeit noch zulässig sind. Zweifellos gibt es eine Grenze, deren Überschreiten mit dem Ziel einer möglichst optimalen Funktionsfähigkeit nicht mehr vereinbar ist. Diese Grenze ist jedoch kaum operational zu definieren, sondern verläuft in den einzelnen Ländern wegen der verschiedenartigen ökonomischen, rechtlichen, sozialen Bedingungen sehr unterschiedlich. Auf den Grad an Funktionsfähigkeit konnte somit nur durch Untersuchung der einzelnen nationalen Kapitalmärkte und unter Zuhilfenahme von ad-hoc Werturteilen geschlossen werden.

---

1 Vgl. H.J. Ewers, a.a.O., S. 1o6.

# SCHLUSSBETRACHTUNG

Ziel dieser Arbeit war es, die unter dem Gesichtspunkt der internationalen Integrationsbestrebungen wichtigsten Kapitalmärkte der Bundesrepublik Deutschland, der Schweiz und der Vereinigten Staaten von Amerika auf ihre strukturellen Unterschiede hin zu untersuchen, um zu Aussagen über die Funktionsfähigkeit der einzelnen Märkte zu gelangen. Den Anstoß für diese Untersuchung gab die Feststellung, daß der Begriff der Funktionsfähigkeit in den letzten Jahren immer häufiger gebraucht wird, daß jedoch Untersuchungen, die sich mit den Bestimmungsfaktoren der Funktionsfähigkeit befassen und die Aufschlüsse über den Zusammenhang zwischen Struktur und Funktionsfähigkeit zulassen, nur vereinzelt vorliegen. Solche Untersuchungen sind jedoch umso notwendiger, weil die unterschiedlichen Wirtschafts- und Sozialstrukturen, die Anlagebeschränkungen für institutionelle Anleger und daraus resultierend die differenzierten Verhaltensweisen der Wirtschaftssubjekte bei der Kapitalbildung, der Kapitalanlage und der Kapitalaufnahme einen erheblichen Einfluß auf den Grad der Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes haben.

Nach einem einführenden Kapitel wurden zunächst die Kapitalangebots- und -nachfragestrukturen ausgewählter Kapitalmärkte analysiert, um die strukturellen Unterschiede und Gemeinsamkeiten der nationalen Kapitalmärkte und die Marktergebnisse herauszuarbeiten. Um eine wirklichkeitsgetreue Vorstellung von der Bedeutung des Sparens für die Kapitalangebotsstruktur zu gewinnen, wurden die liquiditätsmäßigen und gesamtwirtschaftlichen Wirkungen der verschiedenen Sparformen erörtert. Dabei wurde naturgemäß besonders das für das Thema der Arbeit und wegen der engen Verbindung zwischen Spar- und Investitionsprozeß bedeutsame Wertpapiersparen untersucht.

Die Analyse der Struktur der Geldvermögensbildung machte deutlich, daß die privaten Haushalte bei der Wahl der Vermögensanlage eine starke Liquiditätspräferenz haben. Sie ist am ausgeprägtesten in der Bundesrepublik Deutschland, wo das breite Publikum seine Ersparnisse traditionsgemäß in Form von Spar- und Termingeldern bei Banken unterhält. Bedingt durch zwei Inflationen und Währungsreformen fehlt den deutschen Anlegern vielfach noch das notwendige Vertrauen zur Wertpapieranlage. Sofern sie überhaupt Wertpapiere erwerben, handelt es sich in der Hauptsache um Rentenwerte öffentlicher Emittenten und nur zum kleinen Teil um Aktien, so daß sich die Anteile von Aktiengesellschaften oft in der Hand weniger Aktionäre befinden, die entweder Mitinhaber oder Erben dieser Firmen sind.

Ein entscheidender Unterschied in der Struktur der Geldvermögensbildung ist die fortschreitende Umlenkung der Ersparnisse der privaten Haushalte von der unmittelbaren zur mittelbaren Wertpapieranlage durch Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und Investmentgesellschaften. Dieser Trend ist insbesondere auf den Kapitalmärkten der Vereinigten Staaten und der Schweiz zu beobachten. Zwar zeigt das kontraktbestimmte Sparen auch in der Bundesrepublik Deutschland eine aufsteigende Tendenz, dennoch haben die Versicherungen und Pensionsfonds als institutionelle Anleger für den Kapitalmarkt noch nicht die Bedeutung erlangt, die ihnen in den Vereinigten Staaten und der Schweiz zukommt. Der Anteil der privaten Ersparnis, der durch Versicherungen, Investmentgesellschaften, Pensionsfonds und andere Kapitalsammelstellen, die keine Geldinstitute sind, in den Kapitalmarkt fließt, ist damit in der Bundesrepublik Deutschland vergleichsweise gering. An die Stelle des direkten Wertpapiererwerbs durch den Sparer sind in der Bundesrepublik Deutschland die Kreditinstitute getreten, die entsprechend ihrer Liquiditätslage einen mehr oder weniger großen Teil ihrer Überschußreserven in Wertpapieren anlegen und dadurch starke Marktschwankungen hervorrufen.

Ein Bestimmungsfaktor dieser Entwicklung ist neben der bereits erwähnten Liquiditätspräferenz der deutschen Sparer die verglichen mit der Schweiz und den Vereinigten Staaten von Amerika unterschiedliche Organisation der staatlichen Altersversorgung in der Bundesrepublik Deutschland. Denn "je höher die Leistungen, desto höher die Lasten der Beiträge, und je höher die späteren Renten, desto stärker werden Bereitschaft und Fähigkeit der Unternehmen wie der Arbeitnehmer verringert, darüber hinaus freiwillige Versicherungen abzuschließen"[1]. Die Art, wie die staatliche Altersversorgung in der Bundesrepublik Deutschland geregelt ist, trägt somit in starkem Maße dazu bei, daß von den Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen keine stabilisierende Wirkung auf den deutschen Kapitalmarkt ausgehen kann.

Der anschließende Überblick über Art und Umfang der Wertpapieremissionen in den einzelnen Ländern sollte die Unterschiede in der Struktur der Kapitalnachfrage deutlich machen. Das im Vergleich zu den Vereinigten Staaten größere Emissionsvolumen der europäischen Kapitalmärkte resultiert vor allem daraus, daß der Staat in den letzten Jahren als Nachfrager immer mehr an Bedeutung gewonnen hat.

Strukturelle Unterschiede zwischen den Kapitalmärkten resultieren auch aus den Finanzierungspraktiken der Unternehmungen. In der Schweiz und der Bundesrepublik Deutschland spielt die Finanzierung mittels Aktien und langfristigem Fremdkapital in Form von Schuldscheindarlehen und Bankkrediten eine größere Rolle als in den Vereinigten Staaten, wo die Fremdfinanzierung mittels Industrieobligationen dominiert. Von einer gewissen Bedeutung ist vor allem das Bestehen von Spezialinstituten für langfristige Kredite in der Bundesrepublik Deutschland, die sich ihre Mittel durch den Verkauf von Schuldverschreibungen

---

1 K. Richebächer, Strukturelle Schwächen der europäischen Kapitalmärkte, a.a.O., S. 75.

beschaffen. Die Vormachtstellung der Unternehmungen am Rentenmarkt in den Vereinigten Staaten mag ihre Ursache darin haben, daß die amerikanischen Aktienbörsen ihre Funktion als Finanzierungsquelle weitgehend verloren und sich primär zu einem Handelsmarkt entwickelt haben. Der geringe Umfang der Aktienemissionen der privaten Wirtschaft am amerikanischen Kapitalmarkt dürfte sich außerdem mit der größeren Bedeutung der Selbstfinanzierung und der Finanzierung aus Abschreibungsgegenwerten erklären.

Besonders aufschlußreich für die Stellung im internationalen Kapitalverkehr ist die Analyse des Emissionsvolumens von Auslandsanleihen. Auch hier zeigen sich zwischen den einzelnen Ländern strukturelle Unterschiede. Während die internationale Bedeutung des deutschen Kapitalmarktes in jünster Zeit gestiegen ist, haben sich der schweizerische und der amerikanische Kapitalmarkt wegen der in diesen Ländern erlassenen Restriktionsmaßnahmen ausländischen Emittenten mehr oder weniger verschlossen.

Die Strukturanalyse sollte auch die Voraussetzung dafür schaffen, um die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte anhand überprüfbarer Tatbestände beurteilen zu können. Denn Verfassung und Struktur eines Kapitalmarktes können nur im Zusammenhang mit den Problemen der gesamten Volkswirtschaft und den wirtschaftspolitischen Zielsetzungen eines Landes beurteilt werden. Konjunktur, Währung, Geldmarkt und Kreditsystem müssen hierbei ebenso in Betracht gezogen werden wie die Einstellung der Bevölkerung zum Konsum und zur Spartätigkeit. Alle diese Faktoren und ihre Veränderung spiegeln sich in der Struktur und der Entwicklung des Kapitalmarktes eines Landes wieder.

Aufbauend auf diesen Erkenntnissen wurde deshalb im Dritten Teil der Versuch unternommen, Marktkriterien herauszuarbeiten, mit deren Hilfe der Grad der Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes bestimmt werden kann.

Dafür war es zunächst erforderlich, den Begriff der "Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes" zu präzisieren.

Trotz zahlreicher Veröffentlichungen gibt es bisher keine einheitliche und allgemein gültige Begriffsabgrenzung. Auch theoretische Ansätze aus der Nationalökonomie konnten zur Klärung des Begriffs wenig beitragen. Die klassische Auffassung, daß der Ausgleich zwischen Sparen und Investieren (Kapitalangebot und -nachfrage) über den Zinssatz erfolge, führt wegen der Geldschöpfungsfähigkeit des Bankensystems ebensowenig zu einer Klärung wie der Versuch, das zur Lösung von Optimierungsproblemen auf dem Gütermarkt entwickelte Modell der vollständigen Konkurrenz auf den Kapitalmarkt zu übertragen. Daher bemühte sich der Verfasser, den Begriff der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes in Anlehnung an das Konzept des funktionsfähigen Wettbewerbs im Sinne der "workable competition"-Theorie zu präzisieren.

Zur Feststellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes waren zunächst die kapitalmarktpolitischen Zielsetzungen und in Verbindung damit die volkswirtschaftlichen Kapitalmarktfunktionen aufzuzeigen. Da die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes nicht exakt definiert werden kann, läßt sich der Begriff nur auf die dem Kapitalmarkt zuzurechnenden Funktionen erstrecken[1]. Dazu zählen die Finanzierungs-, die Liquidisierungs- und die Selektionsfunktion. Da auch die "Wettbewerbstheorie unter einem funktionsfähigen Wettbewerb jenen Typ von Marktprozessen /versteht/, der die ... Funktionen der Wettbewerbspolitik bestmöglich erfüllt"[2], wurde die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes dahingehend definiert, daß ein Höchstmaß an Funktionsfähigkeit dann erreicht ist, wenn die genannten Funktionen bestmöglich erfüllt werden. Weil eine solche Definition jedoch leicht dazu verführt, daß man sich ohne eingehende Analyse mit einem Gesamteindruck zufriedengibt, mußten Kriterien erarbeitet werden aufgrund deren sich die Funktionsfähigkeit bestimmen läßt. Um nicht nur zwischen einer vorhandenen und einer nicht vorhandenen Funktionsfähigkeit zu unterscheiden und um deutlich zu machen, daß

1 Vgl. R. Flöge, a.a.O., S. 41; K. Flachmann, Instrumente der Emissionspolitik, a.a.O., S. 57.

2 H.J. Ewers, a.a.O., S. 40.

es verschiedene Grade der Funktonserfüllung mit einem denkbaren, wenngleich auch nicht präzisierbaren Optimum gibt, wurden bei der Beurteilung Formulierungen wie Grad, Höhe, hinreichend bzw. Intensität gewählt.

Die Frage nach dem Grad der Funktionsfähigkeit der einzelnen Kapitalmärkte wurde mit Hilfe von Marktstruktur-, Marktverhaltens- und Marktergebniskriterien zu beantworten versucht, wobei den in der Literatur genannten Marktergebniskriterien wegen ihrer mangelnden Objektivität nur geringe Bedeutung zuerkannt wurde. Bei jedem einzelnen Ergebnis wären subjektive Werturteile notwendig, denn ob die Ergebnisse als gut oder schlecht zu bezeichnen sind, hängt allein davon ab, welche Vorstellungen der Urteilende von den fiktiven, hypothetischen Marktergebnissen besitzt. Außerdem informieren Marktergebnisse bzw. Performance-Normen nicht über die Marktsituation im Zeitablauf. An den Marktergebnissen läßt sich schließlich nicht ablesen, ob und inwieweit die Verhaltensweisen der Kapitalmarktteilnehmer, z.B. des Staates, oder strukturelle Ausgangsbedingungen wie z.B. die Entwicklung der Einkommens- und Vermögensverteilung, die Sozialstruktur, die Finanzierungsgepflogenheiten und Finanzierungsbedürfnisse der Wirtschaft, die ökonomischen Resultate beeinflußt haben. Nur wenn auch diese Faktoren bekannt sind, läßt sich eine Marktsituation beurteilen. Gleichwohl ist eine Beurteilung jedoch nicht ohne das "ergänzende Hilfsmittel ... des Marktergebnistests und der damit verbundenen ad-hoc-Werturteile"[1] möglich, denn die Verfassung bzw. Funktionsweise des Kapitalmarktes kann nur aufgrund einer umfassenden Marktanalyse sichtbar werden, die sowohl die Marktergebnisse als auch die Marktstruktur und das Marktverhalten berücksichtigt.

---

1 H.J. Ewers, a.a.O., S. 107 f.

Die Beurteilung der Funktionsfähigkeit anhand der Bewertungskriterien ergab, daß von den untersuchten Kapitalmärkten der amerikanische Markt ein Höchstmaß an Funktionsfähigkeit aufweist. Das ist vor allem darauf zurückzuführen, daß die "financial intermediaries" den Markt mit einem dauernden und relativ konstanten Kapitalstrom versorgen, der stabilisierend auf den Ausgleich von Angebot und Nachfrage wirkt. Obwohl die Vereinigten Staaten von Amerika die geringste Sparquote ausweisen, ist dennoch das langfristige Kapitalangebot vergleichsweise am größten. Für die Funktionsfähigkeit ihres Kapitalmarktes ist somit weniger das Volumen der anlagesuchenden Mittel entscheidend als vielmehr die Effizienz der Kapitalvermittlung, d.h. die Lösung des Konflikts zwischen der vom privaten Publikum bevorzugten liquiden Anlage und dem Bedarf der Volkswirtschaft an langfristigem Kapital. Die Hauptlast dieser Vermittlung zwischen den Sparern und den Märkten ruht namentlich in der Bundesrepublik Deutschland weit stärker als in den Vereinigten Staaten von Amerika auf den Banken, während sekundäre Finanzierungsinstitute wie Versicherungsgesellschaften, Investmentfonds und Pensionskassen nur eine geringe Rolle spielen. Diese Institutionen werden von den wechselnden Einflüssen der Geldpolitik weniger stark betroffen als die Banken und ihre Investitionsentscheidungen werden nur in geringem Maße von Liquiditätserwägungen beeinflußt[1]. Das Problem der Fristentransformation tritt bei ihnen nicht auf, so daß sie einen stabilisierenden Einfluß auf den Kapitalmarkt ausüben. Das vorrangige Problem besteht daher entweder in der Förderung des Wertpapiersparens der breiten Bevölkerungsschichten oder aber in der Entwicklung der oben genannten sekundären Finanzierungsinstitute durch die Förderung des Vertragssparens. Letzteres erforderte aber eine Änderung nicht nur des Sparverhaltens, sondern auch

1 Vgl. H.H. Weber, Wie stärkt man einen Kapitalmarkt, a.a.O., S. 309.

der Organisationsstruktur der Altersversorgungseinrichtungen[1].

Nachdem man sich in der Bundesrepublik Deutschland dafür entschieden hat, die Einrichtungen für die Alterssicherung "zum Leben aus der Hand in den Mund festzulegen, also auf eine (auch nur teilweise) Fundierung der künftigen Ansprüche zu verzichten, - ferner - mit der Dynamisierung der Ansprüche sogar ein zusätzliches "Inflationsaggregat" einzubauen"[2], ist keine Möglichkeit gegeben, auf absehbare Zeit am Kapitalmarkt die "Phase der Flickschusterei"[3] zu beenden.

Die bessere Funktionsfähigkeit des amerikanischen Marktes ist auch auf die Existenz eines leistungsfähigen Marktes für umlaufende Wertpapiere zurückzuführen, der eine hinreichende Erfüllung der Liquidisierungsfunktion garantiert, was für die europäischen Märkte nicht ohne weiteres zutrifft[4]. Daher wäre eine Ausweitung des Wertpapierhandels anzustreben. Geeignete Maßnahmen hierfür sind außer der bereits genannten allgemeinen Förderung des Wertpapiererwerbs eine Lockerung der Anlagevorschriften für institutionelle Anleger, eine Öffnung der Märkte für Auslandsemissionen sowie eine Senkung der Kosten für die Emission und den Handel von Wertpapieren[5].

---

1 Die möglichen Reformen zur Förderung der Sicherheit und des Wachstums der verschiedenen privaten Altersversorgungseinrichtungen und ihres Beitrages zur verbesserten Kapitalmarktstruktur können im einzelnen nicht näher aufgezeigt werden. Eine ausführliche Erläuterung dieses Problemkreises findet sich in folgender Studie: Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften, a.a.O., S. 41 ff.

2 K. Flachmann, Instrumente der Emissionspolitik, a.a.O., S. 47.

3 Ebenda.

4 Vgl. hierzu S.178ffdieser Arbeit.

5 Im einzelnen hierzu vgl. H. Lipfert, Internationale Finanzmärkte. Probleme und Entwicklungen eines Jahrzehnts. Frankfurt a.M. 1964, S. 433 ff.; Segré-Bericht, a.a.O., S. 260 ff.

Zur besseren Funktionsfähigkeit des amerikanischen Kapitalmarktes trägt schließlich auch die bessere Markttransparenz bei. In Folge der vielfach unzureichenden Markttransparenz auf den beiden europäischen Kapitalmärkten neigt das private Sparerpublikum dazu, politische und steuerliche Faktoren höher zu bewerten als die wirtschaftliche Entwicklung der Gesellschaften. Hieraus resultiert der vielfach spekulative Charakter der europäischen Märkte und die zum Teil wenig fundierten Entscheidungen des Publikums bei der Auswahl einzelner Werte.

# LITERATURVERZEICHNIS

## I. MONOGRAPHIEN

AMERICAN BANKERS ASSOCIATION, The Commercial Banking Industry. Monograph Report of the ABA to the US-Congress/Commission on Money and Credit, New York 1962.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Capital Markets, Basle 1964.

BECKER, H.H., Das Kapitalanlageprogramm privater Lebensversicherungsunternehmen als Problem der Anpassung. Münsteraner Diss., 1973, unveröffentlicht.

BECKERATH, H.v., Kapitalmarkt und Geldmarkt. Jena 1916.

BELLEMORE, D.H., Investments. 2nd. edition, New York 1960.

BERTSCH, R., Die industrielle Unternehmung. Winterthur 1964.

BOMBACH, G., Der Strukturbegriff in der Ökonomie. Strukturwandlungen einer wachsenden Wirtschaft. F. Neumark, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Neue Folge, Bd. 30/I, Berlin 1964.

BRAHMS, J., Die Kapitalmarktentwicklung in der BRD und ihr Einfluß auf die Finanzierung der Unternehmungen. Münsteraner Diss., 1969.

BRANDT, K., Preistheorie. Ludwigshafen/Rh. 1960.

BRÄUTIGAM, J., Kostenfunktionen in Kreditinstituten. Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Hrsg. L. Mülhaupt, Bd. 12, Wiesbaden 1972.

BREHMEIER, E., Strukturanalysen ausländischer Banksysteme. Schweiz. Schriftenreihe des Instituts für Bank- und Kreditwirtschaft der Freien Universität Berlin, Hrsg. E. Thiess, H. 3, Frankfurt a.M. 1968.

BUCH, TH., Die Rolle der Institutionen am deutschen Kapitalmarkt. Die Rolle von Institutionsgruppen und Kapitalsammelstellen am deutschen Kapitalmarkt. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe, Universität, Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns, K. Häuser, Kolloquien-Beiträge, Bd. 4, 1972.

BUDICH, H.L., Das Effektenemissionsgeschäft in der Schweiz. Banken und Bankgeschäfte in der Schweiz. Hrsg. E. Gsell, Bern und Stuttgart 1969.

BUDTKE, J.B., The American Financial System. Boston 1961.

BÖSCHGEN, H.E., Wertpapieranalyse. Stuttgart 1966.

BÖSCHGEN, H.E., Das Universalbanken-System. Frankfurt/Main 1971.

BÖSCHGEN, H.E., Bankbetriebslehre. Wiesbaden 1972.

CAVES, R., American Industry. Structure, Conduct, Performance. Cambridge, Mass. 1964.

COMMITTEE FOR INVISIBLE TRANSACTIONS, The capital Market, international capital movements, restrictions on capital operations in Germany. Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development 1969, o.O..

COMMITTEE FOR INVISIBLE TRANSACTIONS, The capital market, international capital movements, restrictions on capital operations in Switzerland. Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, 1971, o.O..

COMMITTEE FOR INVISIBLE TRANSACTIONS, Capital Markets Study. General Report. Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 1967.

CONGRESS OF THE UNITED STATES, A Description and Analysis of Certain European Capital Markets. (Economic Policies and Practis, Paper No. 3), Materials prepared for the Joint Economic Committee, 88th. Congress, 2nd. Session, Washington, D.C. 1964.

DAMMROFF, E., Finanzierung der Infrastruktur. Baseler Diss., 1970.

DANNEMANN, W., Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der BRD. Beiträge zur reinen und angewandten Wirtschaftstheorie aus dem wirtschaftswissenschaftlichen Seminar der Universität Kiel, Hrsg. E. Schneider, Nr. 4, Tübingen 1959.

DE GAAY FORTMANN, B., Theory of competition policy. Amsterdam 1966.

DENCKER, P.H.,Die Aufgaben der Börsen bei einer Integration der Kapitalmärkte.III.Intern.Bankseminar.Auswertungsbericht,"Die Börse", 1965.

DEPPE, H.-D., Betriebswirtschaftliche Grundlagen der Geldwirtschaft. Band 1: Einführung und Zahlungsverkehr. Stuttgart 1973

DERFLER, G., Die Bedeutung der Publizitätspflicht für den Kapitalmarkt. Kölner Diss., 1960.

DICKERTMANN, D., SIEDENBERG, A., Geldpolitische Lenkungsinstrumente in der BRD. Tübingen und Düsseldorf 1973.

DOLFF, P., Konditionenverhandlungen im Kreditgeschäft der Banken. Münsteraner Diss., 1974.

DORNER, R., Die Industriefinanzierung über den Effektenmarkt vor der Währungsreform bis Ende 1956. Münchener Diss., 1960.

DOUGALL, H.E., Capital Markets and Institutions. Englewood Cliffs, New Jersey 1965.

DUDLER, H.J., DM-Auslandsanleihen als Gegenstand der Kapitalmarktpolitik. Deutscher und internationaler Kapitalmarkt. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt, Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Kolloquien-Beiträge 1, Frankfurt a.M. 1970.

EDWARDS, C.D., Maintainign Cometition. Requisites of a Governmental Policy. New York 1949.

EHRLICHER, W., Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Formen des Sparens. Beiträge zur Theorie des Sparens und der wirtschaftlichen Entwicklung. Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Hrsg. F. Voigt, Bd. 1, Berlin 1958.

EUROPÄISCHE ARBEITSGEMEINSCHAFT FÜR WERTPAPIER-ANALYSEN, Pensionskassen in Europa. Bd. 1, Bericht über eine internationale Tagung in Bad Homburg im Oktober 1966.

EUROPÄISCHE ARBEITSGEMEINSCHAFT FÜR WERTPAPIER-ANALYSEN, Pensionskassen in Europa. Bd. 2, Bericht über eine internationale Tagung in Bad Homburg im Oktober 1966.

EWERS, H.J., Wettbewerbspolitische Ansätze in der deutschen Verkehrspolitik seit den Verkehrsänderungsgesetzen. Eine kritische Analyse. Münsteraner Diss., 1971.

FARNELL, W., Wertpapieranlage in den USA. Taschenbücher für Geld, Bank und Börse. Hrsg. Ph. Möhring und Hch. Rittershausen, Bd. 46, Frankfurt a.M. 1968.

FENSTERMAKER, J. van, Readings in Financial Markets and Institutions. New York 1969.

FEITH, H., Wachsende Finanzierungsbedürfnisse als Herausforderungen an den Kapitalmarkt. Frankfurter Wertpapierbörse, Schriftenreihe, Heft 7, Frankfurt a.M. 1972.

FLÖGE, R., Die Verbesserung der Funktionsfähigkeit der deutschen Effektenbörsen unter besonderer Berücksichtigung der Auswirkungen einer zunehmenden Integration der europäischen Effektenmärkte im Rahmen der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft. Hamburger Diss., 1970.

FRISCHKNECHT, W., Die Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenversicherung (AHV/IV) im Strukturwandel. St. Gallener Diss., 1971, S. 29 ff.

GAMERDINGER, D., Der Kapitalmarkt in der Bundesrepublik und die Voraussetzungen seiner Funktionsfähigkeit. Neue Schriften zur Wirtschafts- und Sozialwissenschaft, Tübingen 1959.

GARCIA, F.D., How to analyse a bank statement. 3. ed., Boston 1964.

GASSER, CHR. und MEYER, W., Der schweizerische Kapitalmarkt. II. Teil. Zürich - St. Gallen 1952.

GERICKE, H., Die Börsenzulassung von Wertpapieren. Vergleich der deutschen, schweizerischen und niederländischen Bestimmungen. Wiesbaden 1961.

GESTRICH, H., Kredit und Sparen. 2. durchges. Aufl., Godesberg 1947.

GLAESER, R. und SCHMIDT, KL.D., Probleme des Kapitalmarktes in den Ländern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft. IFO-Institut, Tübingen 1962.

GÖRGENS, E., Wettbewerb und Wirtschaftswachstum. Beiträge zur Wirtschaftspolitik. Hrsg. E. Tuchtfeldt, Bd. 10, Freiburg 1969.

GRAEBNER, W., Die Wirkungsgrenzen der amerikanischen Notenbankpolitik. Das Dilemma der Restriktionspolitik des Federal-Reserve Systems, Frankfurt a.M. 1966.

GRIFFIN, C.E., An Economic Approach to Antitrust Problems. National Economic Problem, No. 441, New York 1951.

GROSS, R., Freiheit und Intervention im Kapitalverkehr zwischen Industrieländern. Liberalisierungsbestrebungen, Hindernisse und ihre Begründung. Frankfurt a.M. 1970.

GUTENBERG, E., Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Dritter Band: Die Finanzen. Berlin-Heidelberg,New York 1969.

GUTENBERG, E., Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Erster Band: Die Produktion. 13. Aufl., Berlin-Heidelberg-New York 1967.

GUTHMANN, H.G. and DOUGALL, H.E., Corporate Financial Policy. Englewood Cliffs, N.J., 3. Aufl., 1961.

HAGENMÜLLER, K.-F., Der Bankbetrieb. Bd. III: Rechnungswesen - Bankpolitik. Wiesbaden 1964.

HAGEST, K., Selbstfinanzierung des Betriebes; Wesen, Methoden, Vorteile, Nachteile. Stuttgart 1952.

HARBRECHT, P.P., Pension Funds and Economic Power. New York 1959.

HÄUSER, K., Umrisse der Entwicklung des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik. Deutscher und Internationaler Kapitalmarkt. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt a.M., Kolloquien-Beiträge 1, Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Frankfurt a.M. 1970.

HAX, K., Die Kapitalanlagepolitik der Lebensversicherungs-Unternehmen im Hinblick auf das Problem der wertbeständigen Versicherung. Beiträge zur Versicherungswirtschaft, Hrsg. H. Müller, Berlin 1955.

HELBLING, C., Autonome Pensionskasse oder Gruppenversicherung. St. Gallener Diss., 1960.

HELLERICH, P., Der Stand des Trustgeschäftes in den Vereinigten Staaten von Amerika und die Möglichkeit der Anwendung dieser Geschäftssparte in der Bundesrepublik Deutschland. - Eine Untersuchung in betriebswirtschaftlicher Sicht - Münchener Diss., 1965.

HESSLER, H.-D., Gegenwartsprobleme staatlicher Anleihepolitik. Forschungsberichte des Landes Nordrhein-Westfalen. Finanzwiss. Forschungsinstitut an der Universität Köln, Hrsg. G. Schmölders, Nr. 1373, Köln und Opladen 1964.

HEUBAUM, W., Die Kapitalanlagevorschriften und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt. Kölner Diss., 1959.

HILKERT, O., Die Kreditmarktstruktur im volkswirtschaftlichen Kreislauf. Mannheimer Diss., 1967.

HOFMANN, K., SCHRÖTER, K., Vermögensanlagen der Sozialversicherungsträger. Berlin 1961.

HOMER, S./JOHANNESEN, R.J., The Price of Money 1946 to 1969. An Analytical Study of United States and Foreign Interest Rates. New Jersey 1969.

HÜBNER, O., Die Banken. Leipzig 1854.

HUHLE, F., Sparwille und Sparfähigkeit als Komponenten der Spartätigkeit. Beiträge zur Theorie des Sparens und der wirtschaftlichen Entwicklung. Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Hrsg. F. Voigt, Bd. 1, Berlin 1958.

HUMBERT, C., Aufgaben, Bedeutung und Grundprobleme internationaler Anleihen. Münchener Diss., 1969.

IKLÉ, M., Die Schweiz als internationaler Kapitalmarkt. Strukturwandlungen der schweizerischen Wirtschaft und Gesellschaft. Festschrift für Fr. Marbach, Bern 1962.

ISMAR, H., LANGE, G., SCHWEINITZ, H.v., Die Konsum- und Investitionsfunktion: Untersuchung für die Bundesrepublik Deutschland. Institut für Gesellschafts- und Wirtschaftswissenschaften der Universität Bonn, Prof. Dr. W. Krelle, Forschungsberichte des Landes Nordrhein-Westfalen Nr. 1024, Köln und Opladen 1962.

INSTITUTIONAL INVESTOR STUDY, Report of the Securities and Exchange Commission. 92nd. Congress, Washington D.C. 1971, Vol. 4.

JAEGER, G., Entwicklung der sekundären Finanzierungsinstitute in der Bundesrepublik Deutschland und ihre Bedeutung für die Zentralbankpolitik. Kieler Studien, Forschungsberichte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Hrsg. E. Schneider, Bd. 89, Tübingen 1968.

KADATZ, H., HEBEL, K., Die Lebensversicherung. 50 Jahre materielle Versicherungsaufsicht. Hrsg. W. Rohrbeck, Berlin 1952.

KADERLI, R.J., Das schweizerische Bankgeschäft. Thun 1955.

KALVERAM, W., Die Effektenbörse. Die Bank. 2. Bd., Hrsg. K. Theisinger und J. Löffelholz, Wiesbaden 1958.

KANTZENBACH, E., Die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs. Wirtschaftspolitische Studien aus dem Institut für Europäische Wirtschaftspolitik der Universität Hamburg, Hrsg. H. Jürgensen, H. 1, Göttingen 1967, 2. durchges. Aufl..

KAUFMANN, A.E., Die Zinsempfindlichkeit der Investitionen. Züricher Diss., 1967.

KAUFMANN, J., Die Emission von Schuldverschreibungen der privaten Wirtschaft in den USA. Kölner Diss., 1965.

KEITH, E.G., The Impact of Federal Taxation on the Flow of Personal Savings through Investment Intermediaries. Private Financial Institutions, Englewood Cliffs, N.J. 1963.

KNIEPER, K.E., Maßstäbe eines funktionsfähigen Wettbewerbs im Verkehr. Münsteraner Diss., 1969.

KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN, Möglichkeiten zur Verbesserung des Beitrages der Pensionsfonds auf den Kapitalmärkten in den Mitgliedsländern der EWG. Reihe Wirtschaft und Finanzen 1968, Nr. 7, Brüssel.

LAUBE, B., Struktur und Besonderheiten des schweizerischen Aktienmarktes. Berner Diss., 1967.

LEFFLER, L., The Stock Market. 3rd. ed., revised by L.C. Farwell, New York 1963.

LEHMACHER, H., Nationale und internationale Störfaktoren eines reibungslosen Ausgleichs von Angebot und Nachfrage auf dem Euro-Kapitalmarkt. Archiv für das Spar-, Giro- und Kreditwesen, H. 10 (1970).

LINDÖRFER, W., Die Wertpapieranlage der Geschäftsbanken in USA. Erlanger Diss., 1953.

LIPFERT, H., Internationale Finanzmärkte. Probleme und Entwicklungen eines Jahrzehnts. Frankfurt a.M. 1964.

LIPPENS, W., Investmentsparen in der BRD. "Bankkaufmann", Taschenbuch 1964, Wiesbaden 1964.

LÖCK, H., Ziele und Grundsätze des Privatisierungsprogramms im Bundesgebiet und die Popularisierung der Aktie in den Vereinigten Staaten. Münster 1960.

LÜDTKE, L., Die Struktur und das Verhalten der Emittenten und Anleger am deutschen Rentenmarkt nach dem 2. Weltkrieg. Münchener Diss., 1972.

LÜTHJE, B., Die Funktionsfähigkeit der deutschen Aktienbörse. Wirtschaftspolitische Studien 18. Aus dem Institut für Europäische Wirtschaftspolitik der Universität Hamburg, Hrsg. H. Jürgensen, Göttingen 1970.

LUTZ, H., Die Möglichkeiten der Schweizerischen Nationalbank zur Beeinflussung des Geld- und Kapitalmarktes. Winterthur 1958.

MARBACH, F., Zur Frage der wirtschaftlichen Staatsintervention. Bonn 1951.

MAST, H.J., Zur Unternehmensfinanzierung in Europa. Schriftenreihe der Schweizerischen Kreditanstalt, Bd. 10, o.J..

MAUERSBERGER, E., Die Wertpapieranlage der westdeutschen Kreditinstitute. Kölner Diss., 1963.

MERKEL, H.G., Theorie der Kapitalmarktpolitik. Die Unternehmung im Markt. Bd. 1, Hrsg. H. Linhardt, Berlin 1955.

MOHR, H., Die schweizer Bankobligationen unter Ausschluß der Pfandbriefe. Volkswirtschaftliche Schriften, Hrsg. J. Broermann, H. 58, Berlin 1961.

MORGENTHALER, H., Die schweizerischen Bodenkreditinstitute. Mitteilungen aus dem handelswissenschaftlichen Seminar der Universität Zürich, Hrsg. R.R. Büchner und K. Käfer, H. 14, Zürich 1962.

MÖHL, J., Bestimmungsgründe der Kapitalmarktentwicklung. Probleme der Ordnung und Regulierung des Kapitalmarktes. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Kolloquien-Beiträge Nr. 8, Frankfurt a.M. 1973.

MÜLHAUPT, L., Strukturwandlungen im westdeutschen Bankwesen. Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Hrsg. L. Mülhaupt, Bd. 1, 1971.

MÖLLER, G. und LÖFFELHOLZ, S., Bank-Lexikon. Handwörterbuch für das Bank- und Sparkassenwesen. 6. neubearb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1969.

NIEHANS, J., Schuldentilgung und Kapitalmarkt. Schriften zur Neuordnung der Bundesfinanzen. 4a, Hrsg. Eidgenössisches Finanz- und Zolldepartment, Basel 1956.

NÖLL VON DER NAHMER, R., Lehrbuch der Finanzwissenschaft. Bd. 1, Allg. Finanzwissenschaft. Köln und Opladen 1964.

NOWAK, R., Der Finanzmarkt New York. Eine ökonomische Analyse des objektivierten Geld- und Kapitalmarktes in den USA. Köln und Opladen 1967.

OETINGER, N.A.v., Amerikanische Investmentgesellschaften. Eine Erfolgsanalyse. Wiesbaden 1972.

OVERHAUS, M., Die Entwicklung des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland seit 1958. Kieler Studien, Forschungsberichte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Hrsg. H. Giersch, Tübingen 1969.

OXENFELDT, A.R., Industrial Pricing and Market Practices. New York 1951.

PASCHKE, W., Bestimmungsgründe des persönlichen Sparens. Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen. Hrsg. F. Voigt, Bd. 17, Bonn 1961.

PENZKOFER, P., Marketingprobleme im Investmentwesen. Bankwirtschaftliche Sonderveröffentlichungen des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität Köln, Bd. 12, Köln 1969.

PRAUTZSCH, W.A., Die Struktur der Nachfrage von Wirtschaftsunternehmen und privaten Haushalten nach finanziellem Vermögen in der Bundesrepublik Deutschland. Schriften des Instituts für das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Hrsg. F. Voigt, Bd. 54, Berlin 1971.

PREISER, P., Sparen und Investieren. Bildung und Verteilung des Volkseinkommens. 3. durchges. Aufl., Göttingen 1963.

PREISER, P., Investition und Zins, Bildung und Verteilung des Volkseinkommens, Göttingen 1961.

PRÖLSS, E.R., Kommentar zum Versicherungsaufsichtsgesetz. 3. Aufl., München 1961.

REDDING, D.C., European Capital Market Integration and the United States Balance of Payments. Diss. University of Kentucky 1965.

REDLIN, H.J., Die Krise des Kapitalmarktes in ihrem Einfluß auf das Wachstum der Volkswirtschaft, dargestellt am Beispiel der Jahre 1948-1954. Kölner Diss., 1956.

REIMANN, G. und WIGGLESWORTH, E.F., The Challenge of International Finance. New York-London-Sydney-Toronto 1966.

REINBOTH, H., Schuldscheindarlehen als Mittel der Unternehmensfinanzierung. Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Hrsg. L. Mülhaupt, Bd. 2, Wiesbaden 1965.

RENNER, G., Der Einfluß der AHV-Fonds auf den schweizerischen Kapitalmarkt und das volkswirtschaftliche Fondsvermögen im allgemeinen. Berner rechts- und wirtschaftswissenschaftliche Abhandlungen, H. 1, Bern 1951.

REPORT OF THE COMMITTEE ON FINANCE AND INDUSTRY, Presented to Parliament by the Financial Secretary to the Treasury by Commend of His Majesty. June 1931, o.O..

RHEINER, W., Das Hypothekargeschäft. Bankwirtschaftliche Forschungen, Bd. 1, Banken und Bankgeschäfte in der Schweiz, Hrsg. E. Gsell, Stuttgart 1969.

RICHEBÄCHER, K., Börse und Kapitalmarkt. Taschenbücher für Geld, Bank und Börse. Hrsg. Ph. Möhring und Hch. Rittershausen, Bd. 8, Frankfurt/M. 1963.

RICHTER, J., Die Zinssubventionen in der Bundesrepublik Deutschland. Probleme des Kapitalmarktes. Monographien II. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Frankfurt a.M. 1970.

RITTERSHAUSEN, H., Industrielle Finanzierungen. Wiesbaden 1964.

ROBBINS, S., The Securities Markets-Operations and Issues. New York 1966.

ROBINSON, R., Money and Capital Markets. New York, San Francisco, Toronto, London 1964.

ROLFE, S.E., Capital Markets. Building the American-European Market ... planning for the 1970's. The Atlantic Council of the United States, Washington D.C. 1967.

ROLFE, S.E., Capital Markets in Atlantic Economic Relationships. The Atlantic Institute, o.O., 1967.

RÖPKE, W., Die Theorie der Kapitalbildung. Tübingen 1929.

SAUVAIN, H., Investment Management. 2nd. ed., Englewood Cliffs, N.J. 1959.

SCHÄCKER, H.E., Entwicklung und System des Investmentsparens. Frankfurt a.M. 1961.

SCHLECHT, O., Die Wirkungen der Sozialversicherung auf die Kapitalbildung und den Kapitalmarkt. Freiburger Diss., 1953.

SCHLEMBACH, H., Die Industrie am Kapitalmarkt. Beiträge des Deutschen Industrieinstituts, Köln, 5. Jg. (1967), H. 2.

SCHMALENBACH, E., Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung. 4. verb. und erw. Aufl., Köln und Opladen 1961.

SCHMÖLDERS, G., Finanzpolitik. Berlin, Göttingen, Heidelberg 1955.

SCHMÖLDERS, G., Der Umgang mit Geld im privaten Haushalt. Beiträge zur Verhaltensforschung, Hrsg. G. Schmölders, H. 10, Berlin 1969.

SCHMÖLDERS, G. und RITTERSHAUSEN, H., Moderne Investitionsfinanzierung. Essen 1959.

SCHNEIDER, E., Einführung in die Wirtschaftstheorie. Bd. III., Geld, Kredit, Volkseinkommen und Beschäftigung, 9. Aufl., Tübingen 1965.

SCHUMANN, J., Grundzüge der mikroökonomischen Theorie. Berlin, Heidelberg, New York 1971.

SCHUMPETER, J., Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. 2. Aufl., München 1926.

SCHUSTER, L. und GOSEBRUCH, R., Neues Investmentsparen. 2. erw. Aufl., Stuttgart 1970.

SCHWEDES, H., Der Bund am Kapitalmarkt. Berlin 1972.

SCHWEIZERISCHE BANKGESELLSCHAFT, Nationale Zinsstrukturen und internationales Zinsgefälle. Zürich 1970.

SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION, Public Policy Implications of Investment Company, Growth, Washington D.C. 1966.

SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION, Report of Special Study of Securities Markets. Part. 2, Washington D.C. 1963.

SEGRÉ-BERICHT, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes. Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, Brüssel 1966.

SIMON, D.A., Amerikanische Mutual Funds, Bad Wörrishofen 1962.

SOMOGYI, J. und WALTER, N., Untersuchung über Absatz und Rendite festverzinslicher Wertpapiere. Deutscher und Internationaler Kapitalmarkt, Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Kolloquien-Beiträge 1, 1970.

SOMOGYI, J., Kapitalmarktzins - Sparen und Investieren. Probleme des Kapitalmarktes. Monographien I. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität Frankfurt a.M., Hrsg. G. Bruns und K. Häuser, Frankfurt a.M. 1971.

SOSNICK, ST.H., Contemproary Norms of Market Structure and Behavior. Ph.D. dissertation, University California, Berkeley 1956.

SPINDLER, J.v., Geldmarkt - Kapitalmarkt - Internationale Kreditmärkte. Stuttgart 1960.

SPOERRI, R., Der Investment-Trust nach schweizerischem Recht. Basel 1958.

STACKELBERG, H.v., Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre. 2. Aufl., Tübingen/Zürich 1951.

STACKELBERG, F.v., Markttests im Verkehr als Instrument zur Ermittlung und Messung marktstrategischer Verhaltensweisen. Münsteraner Diss., 1973, unveröffentlicht.

STEINHEIN-FRITZSCHE, P., Das Versicherungswesen der Schweiz. Eine Gesamtschau. Bd. 1, Veröffentlichungen des Versicherungs-Wirtschaftlichen Seminars an der Handelshochschule St. Gallen, Zürich 1961/62.

STIER, A., Die Sicherung von Industrieanleihen. Frankfurt a.M. 1970.

STOBBE, A., Volkswirtschaftliches Rechnungswesen. Heidelberger Taschenbücher. Bd. 14, Berlin, Heidelberg, New York 1966.

STOCKING, G.W., Workable Competition an Antitrust Policy. Nashville 1961.

STRAUSS, W., Formen des freiwilligen Sparens und ihre Bedeutung für den Kapitalmarkt. Tübinger Diss., 1960.

STÖTZEL, W., Banken, Kapital und Kredit in der zweiten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts. Strukturwandlungen einer wachsenden Wirtschaft. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N.F., Bd. 30/II, Berlin 1964.

STÖTZEL, W., Bankpolitik heute und morgen. Frankfurt a.M. 1964.

THIESS, E., Kurz- und mittelfristige Finanzierung. Die Wirtschaftswissenschaften. Hrsg. E. Gutenberg, Reihe A, Beitrag Nr. 24, Wiesbaden 1958.

TORMANN, W., Die Investmentgesellschaften. Taschenbücher für Geld, Bank und Börse. Hrsg. Ph. Möhring und Hch. Rittershausen, Bd. 18, 3. Aufl., Frankfurt a.M. 1968.

VETTER, E.G., Investitionslenkung. Heidelberg 1956.

VIALON, F.K., Haushaltsrecht - Haushaltspraxis -. Kommentar zur Haushaltsordnung (RHO) und zu den Finanzbestimmungen des Bonner Grundgesetzes.

VOIGT, F., Der volkswirtschaftliche Sparprozeß. Berlin 1950.

VOIGT, F., Aussagefähigkeit und Erkenntnisgrenzen der modernen Wirtschaftstheorie. Beiträge zur Theorie des Sparens und der wirtschaftlichen Entwicklung, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Hrsg. F. Voigt, Bd. 1, Berlin 1958.

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE STUDIENGRUPPE, Europäische Kapitalmärkte, o.O., 1966.

VORMBAUM, H., Die Finanzierung der Betriebe. Wiesbaden 1971.

WALTER, H., Machtzusammenballung und Vermögensbildung durch Investmentgesellschaften, dargestellt an der Entwicklung in Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und den USA. o.O., o.J..

WEIBEL, J., Der Schweizerische Hypothekarkredit. Eine zins- und kredittheoretische Untersuchung. Winterthur 1954.

WERBOFF, L., ROZEN, M.E., Market Shares and Competition Among Financial Institution. "Private Financial Institutions", Englewood Cliffs, N.J. 1963.

WERLÉ, E., Öffentliche Investitionen und Wirtschaftswachstum. Sonderschrift des IFO-Instituts für Wirtschaftsforschung, Nr. 25, Berlin-München 1960.

WIELENS, H., Die Emission von Auslandsanleihen. Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Hrsg. L. Mülhaupt, Bd. 6, Wiesbaden 1968.

WIESENBERGER, A., Investment Companies. New York 1963.

WILLNERS, G., Die Wertpapieranlage der Kreditbanken und ihre Bestimmungsfaktoren. Münsteraner Diss., 1966.

WISSMANN, B., Die Zinsempfindlichkeit der deutschen Sparer. Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Hrsg. F. Voigt, Bd. 15, Berlin 1960.

WITTE, H.O., Schuldscheindarlehen. Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Hrsg. Ph. Möhring und Hch. Rittershausen, Bd. 41, Frankfurt a.M. 1966.

WOLF, E., Probleme der Wiederbelebung des Kapitalmarktes. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N.F., Bd. 5, Kapitalbildung und Kapitalverwendung, Berlin 1953.

WUFFLI, H.R., Die Banken als Kreditgeber. Schriftenreihe der schweizerischen Kreditanstalt, Bd. 22, o.J..

WUFFLI, H.R., Bankkredit und Selbstfinanzierung. Schriftenreihe der Schweizerischen Kreditanstalt, Bd. 11, o.J..

ZIMMERMANN, K., Das Kuponsteuergesetz. Motiv - Inhalt - Wirkung. Kölner Diss., 1966.

ZIMMERMANN, W., Die volkswirtschaftliche Bedeutung der versicherungswirtschaftlichen Kapitalbildung. Mannheim 1968.

## II. AUFSÄTZE UND BEITRÄGE IN SAMMELWERKEN

ABS, H.J., Der europäische Wertpapier- und Emissionsmarkt im Hinblick auf internationale Finanzierungen. "Bank-Betrieb", 5. Jg. (1965), S. 58 ff.

ABS, H.J., Aspekte des internationalen europäischen Kapitalmarktes. "ZfgK", 20. Jg. (1967), S. 650 f.

ACKERMANN, E., Über den Erkenntniswert der Statistik des Kapitalmarktes. "Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik", 1954, S. 314 ff.

ADAM, D., Das Interdependenzproblem in der Investitionsrechnung und die Möglichkeiten einer Zurechnung von Erträgen auf einzelne Investitionsobjekte. "Der Betrieb", 19. Jg. (1966), S. 989 ff.

AMONN, K., Das Bundesgesetz über die Anlagefonds. "Die Aktiengesellschaft", 13. Jg. (1968), S. 227 ff.

ASCHINGER, F., Die Restriktionsmaßnahmen gegenüber dem Kapitalverkehr. "Außenwirtschaft", 28. Jg. (1973), H. I/II, S. 7 ff.

ART. BETRIEBSWIRTSCHAFTSLEHRE (E. Gutenberg), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften. Stuttgart/Tübingen/Göttingen 1959, S. 131.

ART. FINANZIERUNG IM AUSLAND (L. Mülhaupt), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, begr. von H. Nicklisch, 3. völlig neu bearb. Aufl., Bd. II, Stuttgart 1958, Sp. 1838 ff.

ART. GELDMARKT (o.V.), Handbuch des Bank-, Geld- und Börsenwesens der Schweiz. Thun 1964, S.279.

ART. GELD- UND KAPITALMARKT (W. Ehrlicher), Staatslexikon. Hrsg. Görres-Gesellschaft, Bd. III. Freiburg 1959, S. 667 ff.

ART. GELD- UND KAPITALMARKT (H. Lipfert), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften. Vierter Band, Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1965, S. 258 ff.

ART. INVESTITIONEN (H. Meinhold), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften. Bd. 5, Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1956, S. 333 ff.

ART. KAPITALMARKT (G. Bröker), Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen. 3. red. Aufl., Frankfurt a.M., Bd. II, 1967/68, S. 939 ff.

ART. LIQUIDITÄTS- UND ANLAGEPOLITIK DER KREDITBANKEN (G. Wohlgemuth), Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. red. Aufl., Frankfurt a.M., Bd. II, 1967/68, S. 1152 ff.

ART. VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA (E.H. Adler und I. Lübkes), Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. red. Aufl., Frankfurt a.M., Bd. II, 1967/68, S. 1686 ff.

ART. VERSICHERUNG UND KAPITALMARKT (L. Arps), Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. red. Aufl., Frankfurt a.M., Bd. II, 1967/68, S. 1733 ff.

ART. ZINS (F.A. Lutz), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften. Vierter Band, Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1965, S. 434 ff.

BARANYAI, L., Die Kapitalmärkte - von den USA aus gesehen. I./II. "ZfgK", 17. Jg. (1964), S. 788 ff., S. 828 f.

BARGEN, M.v., Vertragsversicherung und Kapitalmarkt. "ZfgK", 20. Jg. (1967), S. 422 ff.

BAUMANN, H., Zur Börsenreform aus der Sicht des Volksbanken-Aktiensparens. "Blätter für Genossenschaftswesen", 114. Jg. (1968), S. 292 ff.

BAUR, J., Das Investmentsparen in der Schweiz. "Bank-Betrieb", 8. Jg. (1968), S. 370 f.

BENNING, B., Kapitalmarkt und Kapitalmarktpolitik. "Der langfristige Kredit", 16. Jg. (1965), S. 199 ff.

BENNING, B., Die öffentliche Hand am Kapitalmarkt. Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 79 vom 27.10.1965.

BLESSING, K., Kapitalmarktfragen. "Die Aktiengesellschaft", 2. Jg. (1957), S. 245 ff.

BREMER, H., Die Insider-Regeln. "Die Aktiengesellschaft", 16. Jg. (1971), S. 55 ff.

BRENTANO, M.v., Neue Aktien an die Börse! "ZfgK", 17. Jg. (1964), S. 494 ff.

BRILL, D.H., ULREY, A.P., The Role of Financial Intermediaries in U.S. Capital Markets. "Federal Reserve Bulletin", Vol. 53, No. 1, 1967, S. 22 f.

BRÖKER, G., Der Euro-Kapitalmarkt und die nationalen Märkte für Auslandsanleihen im Jahre 1964. "Bank-Betrieb", 5. Jg. (1965), S. 2 ff.

BRÖKER, G., Kapitalzins und Emissionskosten in Westeuropa und Nordamerika. "Bank-Betrieb", 3. Jg. (1963), S. 47 ff.

BRUNS, G., Transparenz der Börse und Umsatzpublikation. "ZfgK", 15. Jg. (1962), S. 38 ff.

BUCH, TH., Strukturmerkmale ausländischer Kapitalmärkte. 1964, S. 1 ff.

BÜSCHGEN, H.E., Rahmenbedingungen eines funktionsfähigen Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland. "Neue Betriebswirtschaft und betriebswirtschaftliche Datenverarbeitung", 24. Jg. (1971), S. 1 ff.

BÜSCHGEN, H.E., Brokersystem statt Universalbank? "Der Volkswirt", 23. Jg. (1969), Nr. 44, S. 42.

BÜSCHGEN, H.E., Plädoyer für die Universalbank. "ZfgK", 24. Jg. (1971), S. 502 ff.

BÜSCHGEN, H.E., Börsenreformpläne des Bundeswirtschaftsministeriums und Stellungnahmen dazu aus der Wirtschaft. "Blätter für Genossenschaftswesen", 114. Jg. (1968), S. 292 ff.

BÜSCHGEN, H.E., Der Kapitalmarkt. "Wisu", 1. Jg. (1972), S. 507 ff.

CHRISTIANS, F.W., Die Herausforderung der Banken und der Börsen in einer wirtschaftspolitisch integrierten Kapitalmarktpolitik. "Bank-Betrieb", 8. Jg. (1968), S. 325 ff.

CLARC, J.M., Das Banksparen im internationalen Vergleich. "Wirtschaftsrevue", Okt. 1972, S. 27 ff.

DEUSS, H., Wandlungsprozesse in der Industriefinanzierung. "Der Volkswirt", 16. Jg. (1962), Beilage zu Nr. 43, S. 20 ff.

DIEM, C., Kassa-Obligationen. "Wirtschaft und Recht", 10. Jg. (1958), Zürich, S. 162.

DUDLER, H.J., Käuferstruktur und Käuferverhalten am amerikanischen Anleihemarkt. "Blätter für Genossenschaftswesen", 117. Jg. (1971), S. 107 ff.

EISENMENGER, H., Institutionelle Kapitalanleger in den USA. I. "Das Wertpapier", 1966, S. 325 ff.

EISENMENGER, H., Institutionelle Kapitalanleger in den USA. II. "Das Wertpapier", 1966, S. 382 ff.

ELLIS, CH.D., Danger ahead for pension funds. "Harvard Business Review", Vol. 49, May/June 1971, S. 50 ff.

FLACHMANN, K., Kapitalmarktpolitische Reflexionen. "ZfgK", 25. Jg. (1972), S. 954 ff.

FLACHMANN, K., Die Institutionalisierung der US-Wertpapiermärkte. I. "ZfgK", 23. Jg. (1970), S. 88 ff.

FLACHMANN, K., Insider Informationen und Börsenreform. I./II. "ZfgK", 23. Jg. (1970), S. 553 ff.

FORBERG, K., Wiederbelebung des Aktienmarktes. "Der Volkswirt", 7. Jg. (1953), Beilage zu Nr. 46, S. 27 ff.

GAECKLER, E., Probleme am "Over-the-Counter" Markt. "Das Wertpapier", 1970, S. 872 ff.

GEHRMANN, D., STAUBER, U., Dirigismus - Gift für den Kapitalmarkt. "Wirtschaftsdienst", 52. Jg. (1972), S. 399 ff.

GEIGER, H., Sparprozeß und Kapitalmärkte in der EWG. "Sparkasse", 84. Jg. (1967), S. 202 ff.

GEIGER, H., Auswirkungen inflationärer Bewegungen auf den Sparprozeß. "Sparkasse", 89. Jg. (1972), S. 160 ff.

GERHARDT, H., Die Versicherungen am Kapitalmarkt. 1971, S. 1 ff.

GÖRGENS, E., Wachstum versus Macht. "Der Volkswirt", 24. Jg. (1970), Nr. 25, S. 45 ff.

GOLDSMITH, R.W., Strukturveränderungen der Ersparnis privater Haushalte. "Sparkasse", 84. Jg. (1967), S. 263 ff.

GYGAX, G., Die schweizerischen Investmentfonds. Entwicklung, Bedeutung und aktuelle Probleme. Schweizerische Bankgesellschaft, 1970, S. 1 ff.

HARDEN, J., Die Zinsausgleichsteuer traf Europa. "Der Volkswirt", Auf dem Weg zum Europäischen Kapitalmarkt, 19. Jg. (1965), Beiheft zu Nr. 49 vom 29. Okt. 1965, S. 6 ff.

HART, O.H., Life Insurance Companies and the Equity Capital Markets. "Journal of Finance", Vol. XX (1965), S. 358 ff.

HAUSER, M., Die Schuldenrückzahlungspolitik des Bundes in den Jahren 1947-1959. "Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik", 97. Jg. (1961), S. 26 ff.

HENKEL, R., Der Markt der Lebensversicherung. "Arbeit und Sozialpolitik", 25. Jg. (1971), S. 81 ff.

HENSEN, H., Einfluß der Rentenreform auf die Sozialversicherung als Kapitalsammler. "Der Volkswirt", 14. Jg. (1960), Beilage zu Heft Nr. 42, S. 66 ff.

HERITIER, E., Die Kassenobligationen in der Schweiz. "Bank-Betrieb", 5. Jg. (1965), S. 210 ff.

HOLZER, H.P. und PICHLER, H., Die amerikanische Zinsausgleichsteuer. "Österreichisches Bankarchiv", 12. Jg. (1964), S. 186 ff.

HOLZHEIMER, D., Steuerliche Hemmnisse des Kapitalverkehrs innerhalb der EWG. I. Teil: Die Wertpapiersteuer. "Bank-Betrieb", 4. Jg. (1964), S. 30 ff.

HOPPMANN, E., Das Konzept der optimalen Wettbewerbsintensität. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 179 (1966), S. 286 ff.

HOPPMANN, E., Workable Competition als wettbewerbspolitisches Konzept. Theoretische und institutionelle Grundlagen der Wirtschaftspolitik. Festschrift für Th. Wessels. Hrsg. H. Besters, Berlin 1967, S. 145 ff.

HUFSCHMID, B., Angst vor der Publizität. "Wirtschaftsprüfung", 18. Jg. (1965), S. 90.

HÜBL, L., Einfluß der Liquiditätslage auf die Wertpapiernachfrage. "Kredit und Kapital", 2. Jg. (1969), S. 294.

ITTENSOHN, J., Der europäische Kapitalmarkt. I./II. "ZfgK", 18. Jg. (1965), S. 1074 ff, S. 1118 ff.

IKLÉ, M., Die Struktur der westeuropäischen Geld- und Kapitalmärkte und ihre Entwicklung im Spannungsfeld USA - Europa. "Außenwirtschaft", 26. Jg. (1971), Zürich, S. 157 ff.

JECHT, H., Über einige Entwicklungstendenzen und Probleme des westdeutschen Kapitalmarktes. "Wirtschaftsfragen der freien Welt", Frankfurt a.M. 1957, S. 433 f.

JENKIS, H.W., Funktionsfähiger Kapitalmarkt - Voraussetzung für eine freie und wachsende Wirtschaft. "Der langfristige Kredit", 21. Jg. (1970), S. 558 ff.

KAMBER, K., Schweizerische Verordnung über die ausländischen Anlagefonds. "Wirtschaft und Investment", 14. Jg. (1971), H. 4, S. 24 f.

KANTZENBACH, E., Das Konzept der optimalen Wettbewerbsintensität. Eine Erwiderung auf den gleichnamigen Besprechungsaufsatz von E. Hoffmann. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 181 (1967), S. 193 ff.

KARSTEN, J.F., Pensionspläne amerikanischer Gesellschaften. "Wirtschaftsprüfung", 13. Jg. (1960), S. 128 ff.

KENEN, P.B., Towards an Atlantic Capital Market. "Lloyds Bank Review", New York, May 1963, S. 15 ff.

KRAFFT v. KRUSKA, CH., Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedsstaaten der EWG. "Sparkasse", 83. Jg. (1965), S. 400 ff.

KRASENSKY, H., Universalbank - Spezialbank. "Österr. Bankarchiv", 17. Jg. (1969), S. 264 ff.

KREBS, P., Zinsen und Renditen internationaler Anleihen in Europa. "Der Volkswirt", 19. Jg. (1965), Auf dem Weg zum Europäischen Kapitalmarkt, Beiheft zu Nr. 49 vom 29. Okt. 1965, S. 30 ff.

KULL, W., Switzerland. Capital Markets Study. Vol. III, Functioning of Capital Markets. Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 1968, S. 541 ff.

KULL, W., Entwicklungen am schweizerischen Kapitalmarkt. Sonderdruck 1972, o.O., S. 1 ff.

LADEMANN, J.R., Geld und Kapital bis 1980. "Industrielle Organisation", 39. Jg. (1970), Nr. 3, S. 111 ff.

LEEMANN, E., Das Sparen und die Sparformen in der Schweiz. 1968, S. 31 ff.

LICHTENBERG, P., Der Anleger braucht Publizität. "Der Volkswirt", 18. Jg. (1964), Beilage zu Nr. 44, S. 24 ff.

LICHTENBERG, P., Hindernisse bei der Kapitalmarkt-Integration. "Der Volkswirt", 18. Jg. (1965), Auf dem Weg zum Europäischen Kapitalmarkt, Beiheft zu Nr. 49 vom 29. Okt. 1965, S. 23 f.

LINHARDT, H., Wettbewerbs- und Strukturwandel im Kreditmarkt. Jahrbuch der Absatz- und Verbrauchsforschung, H. 1 (1970), S. 18 ff.

LIPFERT, H., Internationaler Kapitalverkehr als Integrationsfaktor. "Sparkasse", 83. Jg. (1965), S. 193 ff.

LIPFERT, H., Die volks- und betriebswirtschaftliche Bedeutung der Internationalisierung der Geld-, Renten- und Aktienmärkte. "Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft", 118. Bd. (1962), Tübingen, S. 688 ff.

LIPFERT, H., Integration der internationalen Effektenmärkte. "Jahrbücher für Sozialwissenschaften". (1964), 1/15, S. 1 ff.

LIPFERT, H., Integration der europäischen Rentenmärkte. "Sparkasse", 82. Jg. (1964), S. 57 f.

LODERMEIER, E., Kapitalmarkt und Kapitalmarktpolitik. "Der langfristige Kredit", 21. Jg. (1970), S. 679 ff.

LUTZ, F.A., The Outcome of the Saving-Investment Discussion. "Readings in Business Cycle Theory", London 1950, S. 131 ff.

LUTZ, R.H., Die Banken auf den internationalen Geld- und Kapitalmärkten. "Schweizerische Kreditanstalt,,Bulletin", 77. Jg. (1971), S. 9 ff.

MAST, H.H., Über Funktion und Arbeitsweise des Kapitalmarktes. 1967, S. 1 ff.

MACHLUP, F., "Structure and Structural Change: Weaselwords and Jargon". "Zeitschrift für Nationalökonomie", Bd. 18 (1958), S. 280 ff.

MARKHAM, J.W., An Alternative Approach to the Concept of Workable Competition. "The American Economic Review", Vol. XL (1950), S. 361 ff.

MATTER, A., Aktuelle Probleme des Hypothekargeschäfts. "Wirtschaft und Recht", Zeitschrift für Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsrecht mit Einschluß des Sozial- und Arbeitsrechts, Zürich, 19. Jg. (1967), H. 3, S. 190 ff.

MESTMÄCKER, E.J., Probleme des Bestmöglichen in der Wettbewerbspolitik. Probleme der Normativen Ökonomik. Hrsg. E. v.Beckerath und H. Giersch in Verb. mit H. Lampert, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N.F., Bd. 29, Berlin 1963, S. 310 ff.

MÖLLER, A., Finanzpolitik und Kapitalmarkt. Vortragsveranstaltung der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf am 4. März 1970, S. 22 f.

MÜLHAUPT, L., Umsatz-, Kosten- und Gewinnplanung einer Kreditbank. Ansatzpunkt einer theoretischen Bankbetriebslehre. "ZfhF", 8. Jg. (1956), S. 7 ff.

MÜLHAUPT, L., Geleitwort zur Dissertation G. Willners. Die Wertpapieranlage der Kreditbanken und ihre Bestimmungsfaktoren. Münsteraner Diss., 1967.

MÜLHAUPT, L., Bemerkungen zum Buch von Ingeborg Esenwein-Rothe. "Die Struktur des Bankwesens als Gegenstand wirtschaftsstatistischer Analyse". "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 31. Jg. (1961), S. 306 ff.

MÜLHAUPT, L., Die Goldene Bankregel und ihre Problematik. "Der langfristige Kredit", 22. Jg. (1971), S. 35 ff.

MÜLHAUPT, L./WIELENS, H., Zum Streit um die Ausgliederung des Effektengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank. Sonderdruck aus Geld, Kapital und Kredit, Stuttgart 1968, S. 214 ff.

NECKE, B. und RIEDEL, W., Die Veränderung der Sparziele im Lebenszyklus der Privathaushalte. "Sparkasse", 90. Jg. (1973), S. 167 ff.

NEUBER, F., Die Quellen volkswirtschaftlicher Ersparnisbildung. "Der langfristige Kredit", 24. Jg. (1973), S. 711 ff.

OHLIN, B., Some Notes on the Stockholm Theory of Saving and Investment. "Readings in Business Cycle Theory", London 1950, S. 87 ff.

OST, H.D., Publizität der Börsenumsätze zeigt Ergebnisse. "Das Wertpapier", 12. Jg. (1964), S. 443 ff.

OSTHUES, H., Geldvermögensbildung im Umbruch. "Sparkasse". 87. Jg. (1970), S. 310 ff.

PALTZER, E.F., Einige Gedanken zum schweizerischen und internationalen Emissionsgeschäft. "Schweizerischer Bankverein, Bulletin", Nr. 1/1968, S. 5 ff.

PANTEN, H.J., Arbeitnehmer und Aktiensparen. 1968, S. 1 ff.

PARTEE, J.C., United States. Capital Markets Study. Vol. III. Functioning of Capital Markets. Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 1968, S. 611 ff.

PFEIFFER, W., Der langfristige Kredit und seine Refinanzierung. Gedanken zu Problemen der Zeit. "Der langfristige Kredit", 21. Jg. (1970), S. 621 ff.

PHILIPS, L., Markttransparenz in Theorie und Wirklichkeit. "Wirtschaft und Wettbewerb", 14. Jg. (1964), S. 205 ff.

PLAN, E., Aspekte des amerikanischen Kapitalmarktes. "Wirtschaftsberichte der Creditanstalt-Bankverein", Wien 1954, S. 15 ff.

PONTO, J., Strukturprobleme der Kapitalmärkte in internationaler Sicht. Schriftenreihe "Chemie und Fortschritt", Hrsg. Verband der chemischen Industrie e.V., H. 3, 1968, S. 3 ff.

RAIDA, H., Kann sich der Kapitalmarkt vom Geldmarkt lösen? "Blätter für Genossenschaftswesen", 118. Jg. (1972), S. 274 ff.

RAIDA, H., Motive der Kapitalgeber für die Fremdfinanzierung der Industrie. "Der langfristige Kredit", 24. Jg. (1973), S. 222 ff.

REINHARDT, E., Die Schweiz als internationales Finanzzentrum. Zürich 1966, S. 3 ff.

REINHARDT, E., Bemerkungen zur Internationalisierung der Kapitalmärkte. "ZfgK", 20, Jg. (1967), S. 657 ff.

RENK, E.G., Die Schweizerischen Immobilien-Anlagefonds. Investment Handbuch, Hrsg. L. Schuster, Stuttgart 1971, S. 405 ff.

RENK, E.G., Der Investmenttrust, die kollektive Kapitalanlage in der Schweiz. "Österreichisches Bankarchiv", H. XII, 1. Jg. (1953), S. 372 ff.

RENK, E.G., Das neue schweizerische Anlagefondsgesetz. "Österreichisches Bankarchiv", 15. Jg. (1967), S. 279.

RICHEBÄCHER, K., Strukturelle Schwächen der europäischen Kapitalmärkte. "Bank-Betrieb", 7. Jg. (1967), S. 71 ff.

RICHEBÄCHER, K., Trend zur Universalbank. "Der Volkswirt", 21. Jg. (1967), Beiheft zu Nr. 42 vom 20. Okt. 1967, S. 4 ff.

RICHEBÄCHER, K., Die Wertpapiermärkte als Finanzierungsquelle. "Bank-Betrieb", 6. Jg. (1966), S. 122 ff.

RICHEBÄCHER, K., The Problems and Prospects of Integrating European Capital Markets. "Journal of Money Credit and Banking", Aug. 1969, Vol. I, S. 337 ff.

SCHAEFER, A., Der schweizerische Geld- und Kapitalmarkt. "Wirtschaft und Recht", 2. Jg. (1950), Zürich, S. 250 ff.

SCHAEFER, A., Die internationalen Kapitalmärkte aus schweizerischer Sicht. "ZfgK", 22. Jg. (1969), S. 1157 f.

SCHMIDT, G., A Note of the Isolation of Capital Market in the U.S.A.. "The Indian Journal of Economics", 68. Jg. (1967), H. 188, S. 77 ff.

SCHMITZ-MORKRAMER, C., Die Realkreditinstitute am Kapitalmarkt. 1971, S. 2 ff.

SCHMÖLDERS, G., Volkswirtschaftliche Probleme der sog. Selbstfinanzierung. Moderne Investitionsfinanzierung. Hrsg. G. Schmölders und H. Rittershausen, Köln 1958, S. 4 ff.

SCHNEIDER, M., Die neuen Depotprüfungsrichtlinien des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen. "Die Aktiengesellschaft", 16. Jg. (1971), S. 183 ff.

SCHULTHESS, F.W., Zum Kredit- und Emissionsgeschäft der Schweizer Banken. Separatdruck aus "Wirtschaft und Recht", 19. Jg. (1967), H. 3, S. 161 ff.

SCHULZ, H., In jedem zweiten Fall sind Insider am Ball. "Das Wertpapier", 21. Jg. (1973), S. 41 ff.

SCHWARTZ, H.S., United States. Capital Markets Study, II. Formation of Savings. Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 1968, S. 335 ff.

SCHWARTZ, E., Motive und Ziele der Börsenreform. "Sparkasse", 88. Jg. (1971), S. 5 ff.

SEGRÉ, C., The Future of the European Capital Market. "The European Capital Market. Federal Trust Report", Special Series No. 2, London 1967, S. 51 ff.

SILVERBERG, ST., Bank Trust Investments in 1964. "The National Banking Review", Juni 1965, S. 489 f.

SOBBE, H., Strukturprobleme des deutschen Kapitalmarktes. "Die Aussprache", Hrsg. Arbeitsgemeinschaft selbständiger Unternehmer, Bonn, 19. Jg. (1969), H. 5/6, S. 108.

SOSNICK, ST.A., A Critique of Concepts of Workable Competition. "Quarterly Journal of Economics", Bd. 72 (1958), S. 380 ff.

SPIETHOFF, B., Die äußere Ordnung des Geld- und Kapitalmarktes. Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, 33. Jg., Leipzig 1909, S. 22 ff.

STEFFAN, FR., Die Voraussetzungen für einen funktionierenden Kapitalmarkt. "Der langfristige Kredit", 21. Jg. (1970), S. 670 ff.

STEGEMANN, K., Workable Competition nach zwanzig Jahren. Bemerkungen zu einem Buch von J.M. Clark. Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Tübingen, 9. Jg. (1964), S. 237 ff.

STÖSSEL, R., Die Großbanken am Kapitalmarkt. Vortrag am 27.5.71 in Frankfurt a.M., S. 1 ff.

STRASSER, H., Die Schweiz als internationaler Finanzplatz. "Schweizerischer Bankverein, Bulletin", Nr. 3/1969, S. 29 ff.

SÖCHTING, J., Der längerfristige Bankkredit und seine Sicherheit in den USA. "Blätter für Genossenschaftswesen", 110. Jg. (1964), S. 70 ff.

SÖCHTING, J., Entwicklung und Probleme des längerfristigen Bankkredits in den USA. "Bank-Betrieb", 6. Jg. (1966), S. 96 ff.

TIMM, H., Gedanken zur Staatsverschuldung. "Finanzarchiv", N.F., Bd. 9 (1943), S. 644 ff.

TOLKSDORF, M., Hoppmanns neoklassische Wettbewerbstheorie als Grundlage der Wettbewerbspolitik. "Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik", Bd. 183 (1969), H. 1, S. 61 ff.

TUCHTFELDT, E., Die Abwehr von Auslandsgeldern mittels Gentlemen's Agreements in der Schweiz. "Kredit und Kapital", 1. Jg. (1968), S. 450 ff.

TUCHTFELDT, E., Organisierte Markttransparenz und Wettbewerb. "Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik", 102. Jg. (1966), S. 42 ff.

TÖNGELER, J., Vollkonvertibilität und Stabilität. "Der Volkswirt", 19. Jg. (1965), Auf dem Weg zum Europäischen Kapitalmarkt, Beiheft zu Nr. 43 vom 29. Okt. 1965, S. 20 ff.

UNGNADE, D., Das rentenmarktpolitische Instrumentarium. "ZfgK", 25. Jg. (1972), S. 952 ff.

VÖLK, K., Bedeutung und internationale Verflechtung des schweizerischen Kapitalmarktes. "Wirtschaftsdienst", 1967/I, S. 39 ff.

VONTOBEL, H., Die Züricher Effektenbörse in Gegenwart und Zukunft. Deutschland Schweiz - Schweiz Deutschland. "Zeitschrift zur Förderung der Wirtschaftsbeziehungen", 18. Jg. (1969), Zürich, Nr. 4, S. 133 ff.

VONTOBEL, H., Ansätze zu einem europäischen Kapitalmarkt. 1966, S. 1 ff.

WEBER, H.H., "Emissionskalender" als Mittel der Kapitalmarktpolitik. "Bank-Betrieb", 7. Jg. (1967), S. 200 ff.

WEBER, H.H., Wie stärkt man einen Kapitalmarkt. "Bank-Betrieb", 7. Jg. (1967), S. 308 ff.

WEINER, M., Developing an European Capital Market. "Lloyds Bank Review", 1966/67, S. 23 ff.

WILLEKE, F.U., Betrachtungen zur Unvollkommenheit des Kreditmarktes. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 167 (1955), S. 214 ff.

WOHLGEMUTH, G., Ersparnisbildung, Kapitalmarkt und Unternehmensfinanzierung. "Der langfristige Kredit", 20. Jg. (1969), S. 290 ff.

WOHLSCHIESS, K., Deutsche Banken - deutsche Notenbank im Vergleich zu denen der Schweiz. Vortrag vom 27./28. Okt. 1969, Zürich und Bern, S. 2 ff.

III. AUFSÄTZE OHNE VERFASSERANGABE

PENSIONSFONDS UND KAPITALMARKT, "Bank-Betrieb", 9. Jg. (1969), S. 195.

SPARNEIGUNG UND SPARMOTIVE, "Bank-Betrieb", 11. Jg. (1971), S. 150 f.

DIE STRUKTUR DER NATIONALEN KAPITALMÄRKTE, "Bank-Betrieb", 7. Jg. (1967), S. 323 ff.

CAPITAL MARKETS - UNITED STATES AND EUROPE. "Business Conditions", Federal Reserve Bank of Chicago, Sept. 1964, S. 10 ff.

PENSION FUNDS AND CAPITAL MARKETS, "Business Conditions", Federal Reserve Bank of Chicago, August 1969, S. 7 ff.

INTERNATIONALE ZINSSENKUNGSRUNDE. "Mitteilungen Deutsche Genossenschaftskasse", Nr. XX/2.(1971), S. 57 ff.

DIE AUSWIRKUNGEN DES KUPONSTEUERGESETZES, "Monatsberichte der Deutschen Bundesbank", 17. Jg. (1965), Nr. 6, S. 3 ff.

RECENT DEVELOPMENTS IN THE CAPITAL MARKETS, "Monthly Review", Federal Reserve Bank of New York, July 1966, S. 158 ff.

RECENT CAPITAL MARKET DEVELOPMENTS, "Monthly Review", Federal Reserve Bank of New York, May 1968, S. 405 ff., July 1969, S. 147 ff.

THE INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS OF EUROPE, "Quarterly Bulletin" (1970), S. 295 ff.

INVESTITION UND ERSPARNIS IN DER SCHWEIZ IM JAHRZEHNT 1960-1969. "Schweizerischer Bankverein', Bulletin", Nr. 2 (1970), S. 13 ff.

DIE ERSPARNISBILDUNG UND IHR BEITRAG AN DIE VERSORGUNG DES KAPITALMARKTES. "Schweizerischer Bankverein, Bulletin", Nr. 5 (1967), S. 85 ff.

DIE ALTERSVORSORGE IN DER SCHWEIZ, "Schweizerischer Bankverein, Bulletin", Nr. 5 (1971), S. 113 ff.

ÖFFENTLICHE HAND UND KAPITALMARKT - HEUTE, "Schweizerische Kreditanstalt, Bulletin", 73. Jg. (1967), Nr. 2, S. 77 ff.

VOM SPAREN IN DER SCHWEIZ, "Schweizerische Kreditanstalt, Bulletin", 76. Jg. (1970), Juli, S. 12 ff.

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK, Acht europäische Zentralbanken. Eine Darstellung ihres Aufbaus und ihrer Tätigkeit, Hrsg. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel 1963, S. 391 ff.

DIE ENTWICKLUNG DES SPARENS IM INTERNATIONALEN VERGLEICH, "Sigma", Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft, Zürich, Okt. 1971, S. 1 ff.

BANKSPAREN UND LEBENSVERSICHERUNGSSPAREN IM INTERNATIONALEN VERGLEICH. "Sigma", Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft, Zürich, Februar 1970, S. 2 ff.

FÜR PRIVATANLEGER INTERESSANT GEMACHT, "Der Volkswirt", Nr. 44, 19. Jg. (1965), S. 2441.

ANALYSEN - MEINUNGEN - PERSPEKTIVEN, "Der Volkswirt", 21. Jg. (1967), S. 385 ff.

DIE SCHWEIZERISCHEN ANLAGEFONDS IM JAHRE 1967. "Die Volkswirtschaft", 41. Jg. (1968), S. 267 ff.

DIE SCHWEIZERISCHEN ANLAGEFONDS 1967, "Finanz und Wirtschaft", Nr. 42, Juni 1968, Beilage, S. 3.

DER SCHWEIZERISCHE GELDMARKT, "Wirtschafts-Notizen", Juli/Aug. 1970, Schweizerische Bankgesellschaft, S. 3 ff.

INTERNATIONALE KONFERENZ ÜBER KAPITALMARKTFRAGEN, "ZfgK", 20. Jg. (1967), S. 109 f.

ERSTAUNLICHE ZAHLEN ÜBER DAS SPAREN, "Finanz-Bulletin", Mai 1972, S. 1 ff.

SPARTÄTIGKEIT IN DER WELT, "Kundendienst für den Außenhandel", Dez. 1971, S. 229 ff.

SPARMOTIVE, SPARZIELE UND SPARNEIGUNG DER PRIVATEN HAUSHALTE, "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1971, S. 137 ff.

DIE BEDEUTUNG DER INSTITUTIONELLEN ALTERSVORSORGE FÜR DIE KAPITALBILDUNG IN DER BRD UND IN EINIGEN AUSLÄNDISCHEN STAATEN, "Monatsberichte der Deutschen Bundesbank", 21. Jg. (1969), S. 20 ff.

KAPITALBILDUNG UND ANLAGEPOLITIK DER SOZIALVERSICHERUNGEN und der Arbeitslosenversicherungen, "Monatsberichte der Deutschen Bundesbank", 11. Jg. (1959), Nr. 3, S. 20 ff.

KREDITSEKTOR TRÄGT HAUPTLAST DER SCHWEIZER ANTI-INFLATIONSPOLITIK, "Bank-Betrieb", 13. Jg. (1973), S. 199 f.

ERLÄUTERUNGEN ZU DEN IN DER WERTPAPIERSTATISTIK DER DEUTSCHEN BUNDESBANK VERWENDETEN BEGRIFFE, "Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank", Reihe 2, Wertpapierstatistik.

EMPFEHLUNGEN DER BÖRSENSACHVERSTÄNDIGENKOMMISSION ZUR LÖSUNG DER SOG. INSIDER-PROBLEME, Frankfurter Wertpapierbörse 1972, S. 7 ff.

LEITGEDANKEN ZUM REFERENTENENTWURF, Bonn 1968 (Manuskript), S. 1 ff.

ZUR FREIWILLIGEN ZWISCHENBERICHTERSTATTUNG DER AKTIENGESELLSCHAFTEN, "Der langfristige Kredit", 20. Jg. (1969), S. 356 ff.

IV. SONSTIGES

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 39. Jahresbericht 1968/1969, 40. Jahresbericht 1969/1970, 41. Jahresbericht 1971.

Bank Deutscher Länder, Geschäftsbericht 1950 und 1955.

Bundesgesetzblatt (BGBl.), 1965, I.

Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. Nov. 1934.

Bundestagsdrucksache V/4474

Bundesverband des privaten Bankgewerbes e.V., Rundschreiben Nr. 41, Köln 1968.

Das Schweizerische Bankwesen im Jahre 1964. Mitteilungen der volkswirtschaftlichen und statistischen Abteilung der schweizerischen Nationalbank, 49. Heft, Zürich 1964.

Das Schweizerische Bankwesen im Jahre 1969. Mitteilungen der volkswirtschaftlichen und statistischen Abteilung der schweizerischen Nationalbank, 54. Heft, Zürich 1969.

Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 1966, 1969, 1970, 1972.

Deutsche Bundesbank, Monatsberichte für das Jahr 1957, 1960, 1962, 1963, 1966, 1967, 1968, 1969, 1970, 1971, 1972, 1973.

Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 2, Wertpapierstatistik 1971.

Die Deutsche Lebensversicherung, Jahrbuch 1973, Hrsg. Verband der Lebensversicherungsunternehmen e.V., Bonn 1973.

Drittes Rentenversicherungs-Änderungsgesetz vom 28.7.1969, BGBl. I..

Erstes Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes vom 15.12.1952 (BGBl.).

Federal Reserve Bulletin, Vol. 51 (1965), Vol. 65 (1969), Vol. 57 (1971), Vol. 58 (1972).

Die Volkswirtschaft. Wirtschaftliche und Statistische Mitteilungen, 41. Jg. (1968), 43. Jg. (1970).

International Monetary Fund. Annual Report, 1967, Washington D.C.

Jahresgutachten 1966/67. Expansion und Stabilität. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Stuttgart und Mainz 1966.

KAG-Gesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 14. Jan. 1970 (BGBl. I.).

Kapitalmarkt und Börse 1970. Dresdner Bank AG.

NYSE, Public Relations Programs. New York 1966.

OECD, Financial Statistics, 1970, I/1971, IV. Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 1970/71.

OECD, Financial Statistics. Supplement, 4 AB, 1972, Hrsg. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 1972.

OECD/OCDE, National Accounts of OECD countries, 1953-1969, o.O., o.J..

OECD, Code of Liberalisation of Capital Movements, Annes B, Paris 1965.

Schweizerische Bankgesellschaft, Wirtschafts-Notizen, Juni 1971.

Schweizerische Nationalbank, 62. Geschäftsbericht 1969, 63. Geschäftsbericht 1970.

Schweizerisches Statistisches Jahrbuch, 78. Jg. (1970), Basel.

Sparkassenvereinigung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, Bericht 1967/68, o.O..

Statistisches Bundesamt, Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1965 und 1970.

Survey of Current Business, Febr. 1967, Nov. 1970, Aug. 1972.

United Nations. Yearbook of National Accounts Statistics 1969. Vol. I., Individual Country Data, Vol. II, International Tables, New York 1970.

Verband privater Hypothekenbanken e.V., Bericht über das Geschäftsjahr 1965, Bonn 1966.

Veröffentlichungen des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen, Berlin, 7. Jg. (1958-60), 15. Jg. (1960).

Verordnung über den Betrieb und die Geschäfte der Sparkassen (SpKVO) vom 1. Sept. 1970.

Westfalenbank AG, Bochum, Geschäftsbericht über das Geschäftsjahr 1969.

"Business Week", New York vom 24. Juli 1971.

"Deutsche Sparkassenzeitung" vom 10.2.1970, 19.2.1971.

"Frankfurter Allgemeine Zeitung" vom 24. Okt. 1970.

VERZEICHNIS DER TABELLEN IM ANHANG

Tab. I : Die Entwicklung von Bruttoersparnis und Bruttoinvestition im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt in der Schweiz, der BRD und den Vereinigten Staaten von Amerika (1960-1969)

Tab. II : Die Entwicklung der Ersparnisquellen in der Schweiz, der BRD und den Vereinigten Staaten von Amerika (1960-1969)

Tab. III : Die Aufteilung des Erwerbs von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren nach Sektoren in der BRD (1960-1970)

Tab. IV : Die Aufteilung des Erwerbs von festverzinslichen Wertpapieren nach Sektoren in der BRD (1960-1970)

Tab. V : Die Aufteilung des Erwerbs von Aktien nach Sektoren in der BRD (1960-1970)

Tab. VI : Die Verteilung der ausstehenden Anleihen der Staaten und Gemeinden auf die Anlegergruppen in den Vereinigten Staaten von Amerika (1960-1970)

Tab. VII : Die Verteilung der ausstehenden Industrieobligationen auf die Anlegergruppen in den Vereinigten Staaten von Amerika (1960-1970)

Tab. VIII: Die Verteilung der ausstehenden Bundesanleihen auf die Anlegergruppen in den Vereinigten Staaten von Amerika (1960-1970)

Tab. IX : Die Verteilung der ausstehenden Aktien auf die Anlegergruppen in den Vereinigten Staaten von Amerika (1960-1970)

Tab. X : Die Zusammensetzung des Wertpapierportefeuilles der Banken in der Schweiz (1961-1969)

Tab. XI : Die jährlichen Veränderungen des Wertpapierbestandes der Schweizer Kreditinstitute (1961-1969)

Tab. XII : Ausgewählte Formen der Ersparnisbildung der privaten Haushalte in der Schweiz (1960-1969)

Tab. XIII: Die Aufschlüsselung der Anlagearten der Schweizerischen Wertschriftenfonds (1962-1970)

Tab. XIV : Der Bruttoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in der Schweiz nach Emittentengruppen (1960-1970)

Tab. XV : Der Bruttoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in den Vereinigten Staaten von Amerika nach Emittentengruppen (1960-1970)

Tab. XVI : Der Bruttoabsatz von Anleihen in- und ausländischer Emittenten und Aktienemissionen inländischer Emittenten in der BRD (1955-1970)

Tab. XVII : Der Nettoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in der Schweiz nach Emittentengruppen (1956-1970)

Tab. XVIII: Der Nettoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in den Vereinigten Staaten von Amerika nach Emittentengruppen (1960-1970)

Tab. XIX : Der Nettoabsatz von Anleihen in- und ausländischer Emittenten und Aktienemissionen inländischer Emittenten in der BRD (1955-1970)

Tab. XX : Der Nettoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in der BRD (1955-1970)

Tab. XXI : Der Nettoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in den Vereinigten Staaten von Amerika (1960-1970)

Tab. XXII : Der Nettoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in der Schweiz (1956-1970)

Tab. XXIII: Die öffentlichen und privaten Anleihe- und Aktienemissionen in der Schweiz (1960-1970)

Tab. XXIV : Die Aktienemissionen aufgeteilt nach Emittentengruppen in der Schweiz (1960-1970)

Tab. XXV : Die Brutto-Aktienemissionen aufgeteilt nach finanziellem und nichtfinanziellem Sektor in den Vereinigten Staaten von Amerika (1960-1970)

Tab. XXVI : Die Bruttoemissionen aufgeteilt nach Emittentengruppen in den Vereinigten Staaten von Amerika (1961-1970)

Tabelle I - Die Entwicklung von Bruttoersparnis und Bruttoinvestition im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt in der Schweiz, BRD und den Vereinigten Staaten von Amerika 1960-1969

| Jahr | Bruttoersparnis | | | Brutto-Investition | | | Bruttosozialprodukt | | | Ersparnisquote | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Schweiz[1] | V.St.v.A.[2] | BRD[3] | Schweiz[1] | V.St.v.A.[2] | BRD[3] | Schweiz[1] | V.St.v.A.[2] | BRD[3] | Schweiz | V.St.v.A. | BRD |
| 1960 | 9965 | 92326 | 8514 | 9670 | 89611 | 8136 | 37035 | 511388 | 30230 | 26,9 | 18,1 | 28,2 |
| 1961 | 11333 | 91195 | 9257 | 12350 | 87400 | 9065 | 41490 | 528600 | 33260 | 27,3 | 17,2 | 27,8 |
| 1962 | 12205 | 102168 | 9612 | 13780 | 100198 | 9777 | 46050 | 569122 | 36010 | 26,5 | 17,9 | 26,7 |
| 1963 | 13435 | 108401 | 10109 | 15120 | 104994 | 10116 | 50370 | 599705 | 38400 | 26,7 | 18,1 | 26,3 |
| 1964 | 15270 | 119880 | 11824 | 17190 | 112890 | 11869 | 55540 | 642838 | 42090 | 27,5 | 18,6 | 28,0 |
| 1965 | 16750 | 135683 | 12490 | 17050 | 128496 | 13224 | 59985 | 696255 | 46040 | 27,9 | 19,5 | 27,1 |
| 1966 | 18060 | 145707 | 12991 | 17530 | 142249 | 12991 | 64625 | 762722 | 49070 | 27,9 | 19,1 | 26,5 |
| 1967 | 18975 | 143340 | 12279 | 17935 | 140441 | 11313 | 68825 | 808124 | 49460 | 27,5 | 17,7 | 24,8 |
| 1968 | 21390 | 156946 | 14613 | 19040 | 154897 | 13578 | 74220 | 880076 | 53850 | 28,8 | 17,8 | 27,1 |
| 1969 | 23415 | 171539 | 16037 | 21415 | 167754 | 16037 | 80700 | 947803 | 60100 | 29,0 | 18,1 | 26,7 |
| | 160800 | 1267185 | 117726 | 161080 | 1228930 | 116106 | 578860 | 6946635 | 438510 | 27,7 | 18,2 | 26,8 |

[1] in Mio. Frc. - [2] in Mio. Dollar - [3] in Mrd. DM

Quelle: OECD, National Accounts of OECD countries 1953-1969, e.O., S. 69 ff.; S. 303 ff.; United Nations, Yearbook of National Accounts 1969, Vol. II. International Tables New York 1970, S. 187 ff.

Tabelle II - Die Entwicklung der Ersparnisquellen in der Schweiz, BRD und den Vereinigten Staaten von Amerika 1960-1969

| | Nettoersparnis der priv. Haushalte | | | | | | Nettoersparnis des Staates | | | | | | Nettoersparnis der Unternehmungen | | | | | | Nettoersparnis - Total | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Schweiz | | USA | | BRD | | Schweiz | | USA | | BRD | | Schweiz | | USA | | BRD | | Schweiz | | USA | | BRD | |
| | Mio. Frc. | v.H. | Mio. $ | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mio. Frc. | v.H. | Mio. $ | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mio. Frc. | v.H. | Mio. $ | v.H. | Mio. DM | v.H. | Mio. Frc. | v.H. | Mio. $ | v.H. | Mrd. DM | v.H. |
| 1960 | 2250 | 35,0 | 17016 | 39,0 | 3032 | 50,0 | 2325 | 36,0 | 12793 | 30,9 | 2176 | 36,0 | 1850 | 29,0 | 13435 | 31,0 | 823 | 14,1 | 6425 | 17,3 | 43244 | 8,5 | 6031 | 19,9 |
| 1961 | 3065 | 42,0 | 21151 | 53,0 | 3087 | 48,0 | 2305 | 31,0 | 5081 | 13,0 | 2609 | 41,0 | 2005 | 27,0 | 13423 | 34,0 | 734 | 11,0 | 7375 | 17,8 | 39635 | 7,5 | 6430 | 19,3 |
| 1962 | 3040 | 39,0 | 21590 | 47,0 | 3087 | 48,0 | 2665 | 34,0 | 7884 | 17,0 | 2648 | 42,0 | 2105 | 27,0 | 16298 | 36,0 | 640 | 10,0 | 7810 | 16,9 | 45772 | 8,0 | 6375 | 17,7 |
| 1963 | 3835 | 45,0 | 19942 | 41,0 | 3321 | 51,0 | 2470 | 29,0 | 13104 | 27,0 | 2489 | 39,0 | 2255 | 26,0 | 16155 | 36,0 | 646 | 10,0 | 8580 | 17,0 | 49201 | 8,2 | 6456 | 16,8 |
| 1964 | 4930 | 50,0 | 26188 | 47,0 | 4121 | 53,0 | 2505 | 26,0 | 9350 | 18,0 | 2876 | 37,0 | 2385 | 24,0 | 20120 | 36,0 | 770 | 10,0 | 9820 | 17,6 | 56258 | 8,8 | 7767 | 18,5 |
| 1965 | 5840 | 55,0 | 28432 | 42,0 | 4903 | 62,0 | 2430 | 23,0 | 14370 | 21,0 | 2306 | 29,0 | 2430 | 23,0 | 24936 | 37,0 | 757 | 9,0 | 10700 | 17,8 | 67738 | 9,7 | 7966 | 17,3 |
| 1966 | 6245 | 54,0 | 32527 | 45,0 | 4742 | 60,0 | 2550 | 22,0 | 12512 | 17,0 | 2450 | 31,0 | 2665 | 23,0 | 27362 | 38,0 | 775 | 9,0 | 11460 | 17,8 | 72401 | 9,5 | 7997 | 16,3 |
| 1967 | 6580 | 56,0 | 40365 | 63,0 | 4598 | 66,0 | 2515 | 21,0 | -387 | -0,6 | 1644 | 24,0 | 2760 | 23,0 | 24124 | 38,0 | 726 | 10,0 | 11855 | 17,2 | 64102 | 7,9 | 6968 | 14,1 |
| 1968 | 6720 | 50,0 | 40365 | 56,0 | 5744 | 64,0 | 3570 | 27,0 | 10304 | 14,0 | 2065 | 23,0 | 3200 | 24,0 | 21573 | 30,0 | 1130 | 13,0 | 13490 | 19,1 | 72242 | 8,2 | 8939 | 16,6 |
| 1969 | 7200 | 49,0 | 37641 | 46,0 | 1 | | 3785 | 26,0 | 25092 | 31,0 | 3555 | 34,0 | 3645 | 25,0 | 18451 | 23,0 | 1 | | 14630 | 18,1 | 81184 | 8,6 | 10409 | 17,3 |
| | 49725 | 49,0 | 285217 | 48,0 | 36665 | | 27120 | 27,0 | 110703 | 19,0 | 24818 | 33,0 | 25300 | 25,0 | 195877 | 33,0 | 7001 | | 102145 | 17,6 | 591797 | 8,5 | 75338 | 17,1 |

[1] zusammen 6854

Quelle: siehe Tabelle I

Tabelle III - Die Aufteilung des Erwerbs von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren nach Sektoren in der BRD 1960-1970 (in Mrd. DM)

| Jahr | Private Haushalte | | Unternehmen[a] | | Öffentliche Haushalte | | | | | | Banken | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | Gebietskörperschaften[b] | | Sozialversicherungen[c] | | Insgesamt[g] | | Deutsche Bundesbank | | Kreditinstitute | | Insgesamt[g] | | Bausparkassen | | Versicherungen[d] | | Ausland[e] | | Berlin West[f] | | Insgesamt[g] | | | | | | | |
| | 1 | | 2 | | 3 | | 4 | | 5 | | 6 | | 7 | | 8 | | 9 | | 10 | | 11 | | 12 | | 13 | | | | | | | |
| | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | | | | | | |
| 1960[h] | 2,52 | 25,3 | 1,47 | 14,9 | 1,27 | 12,9 | 0,94 | 9,5 | 2,21 | 22,4 | 0,07 | 0,7 | 0,30 | 3,0 | 0,37 | 3,8 | 0,07 | 0,7 | 1,03 | 10,4 | 2,15 | 21,8 | 0,06 | 0,6 | 9,87 | 100 | | | | | | |
| 1961 | 2,66 | 27,2 | 1,74 | 12,9 | -0,18 | -1,3 | 0,86 | 6,4 | 0,68 | 5,1 | 0,99 | 7,4 | 3,57 | 26,5 | 4,56 | 33,9 | 0,05 | 0,4 | 1,07 | 7,9 | 1,72 | 12,8 | . | . | 13,47 | 100 | | | | | | |
| 1962 | 3,49 | 27,7 | 0,92 | 7,3 | 0,37 | 2,9 | 1,49 | 11,8 | 1,86 | 14,8 | -0,12 | -1,0 | 3,58 | 28,4 | 3,46 | 27,4 | 0,08 | 0,6 | 1,16 | 9,2 | 1,63 | 13,0 | . | . | 12,59 | 100 | | | | | | |
| 1963 | 3,40 | 24,7 | 0,81 | 5,9 | 0,66 | 4,8 | 1,22 | 8,9 | 1,88 | 13,6 | -0,15 | -1,1 | 3,81 | 27,7 | 3,66 | 26,6 | 0,04 | 0,3 | 1,11 | 8,1 | 2,87 | 20,8 | . | . | 13,78 | 100 | | | | | | |
| 1964 | 5,96 | 36,7 | 1,32 | 8,1 | 0,52 | 3,2 | 1,44 | 8,9 | 1,96 | 12,1 | -0,06 | -0,4 | 5,00 | 30,8 | 4,94 | 30,4 | 0,16 | 1,0 | 1,54 | 9,5 | 0,35 | 2,2 | . | . | 16,24 | 100 | | | | | | |
| 1965 | 6,86 | 38,6 | 2,52 | 14,2 | -0,08 | -0,5 | 2,00 | 11,3 | 1,92 | 10,8 | -0,03 | -0,2 | 3,94 | 22,2 | 3,91 | 22,0 | 0,17 | 1,0 | 1,35 | 7,6 | 1,03 | 5,8 | . | . | 17,78 | 100 | | | | | | |
| 1967 | 4,02 | 20,7 | 1,53 | 8,0 | 0,59 | 3,0 | -1,36 | -7,0 | -0,77 | -4,0 | 1,22 | 6,3 | 11,38 | 58,5 | 12,60 | 64,7 | 0,01 | 0,1 | 2,12 | 10,9 | -0,05 | -0,3 | . | . | 19,47 | 100 | | | | | | |
| 1968 | 4,65 | 16,2 | 2,65 | 9,5 | 0,45 | 1,6 | 0,05 | 0,2 | 0,50 | 1,8 | -0,63 | -2,3 | 16,32 | 58,5 | 15,69 | 56,3 | 0,23 | 0,8 | 3,45 | 12,4 | 0,72 | 2,6 | . | . | 27,89 | 100 | | | | | | |
| 1969 | 8,77 | 33,2 | 4,08 | 15,5 | 0,33 | 1,3 | -0,03 | -0,1 | 0,30 | 1,1 | -0,66 | -2,5 | 11,53 | 43,7 | 10,87 | 41,2 | 0,01 | 0,0 | 3,09 | 11,7 | -0,73 | -2,8 | . | . | 26,39 | 100 | | | | | | |
| 1970 | 10,91 | 49,9 | 3,62 | 16,5 | 0,44 | 2,0 | 0,26 | 1,2 | 0,70 | 3,2 | -0,27 | -1,2 | 3,71 | 16,9 | 3,44 | 15,7 | -0,02 | -0,1 | 2,22 | 10,1 | 1,01 | 4,6 | . | . | 21,90 | 100 | | | | | | |
| Insg. | 57,36 | 30,4 | 22,38 | 11,8 | 4,78 | 2,5 | 6,82 | 3,6 | 11,60 | 6,1 | 0,30 | 0,2 | 65,13 | 34,4 | 65,43 | 34,6 | 0,97 | 0,5 | 19,68 | 10,4 | 11,49 | 6,1 | 0,06 | 0,0 | 189,26 | 100 | | | | | | |

[a] Einschließlich Bundesbahn und Bundespost - [b] Einschließlich Lastenausgleichsfonds und ERP-Sondervermögen - [c] Einschließlich Zusatzversorgungsanstalten öffentlicher Stellen, - [d] Individualversicherungen einschließlich Pensionskassen - [e] Ab 1961 einschließlich DDR - [f] Einschließlich Währungsgebiet der DM-Ost. Ab 1961 wird Berlin West in den Statistiken "Die Vermögensrechnung und ihre Finanzierung" in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank nicht mehr getrennt ausgewiesen, sondern den übrigen Sektoren zugerechnet - [g] Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen - [h] Ab 1960 einschließlich Saarland - [p] vorläufig

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1960, S. 76 ff.; Juli 1962, S. 74 ff.; April 1966, S. 27 ff.; April 1967, S. 17 ff.; Mai 1971, S. 34 ff.

Tabelle IV - Die Aufteilung des Erwerbs von festverzinslichen Wertpapieren nach Sektoren in der BRD 1960-1970 (in Mrd. DM)

| | Private Haushalte | | Unternehmen[a] | | Öffentliche Haushalte | | | | | | Banken | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | Gebietskörperschaften[b] | | Sozialversicherungen[c] | | Insgesamt[g] | | Deutsche Bundesbank | | Kreditinstitute | | Insgesamt | | Bausparkassen | | Versicherungen[d] | | Ausland[e] | | Berlin West[f] | | Insgesamt[g] | | | | | | | |
| | 1 | | 2 | | 3 | | 4 | | 5 | | 6 | | 7 | | 8 | | 9 | | 10 | | 11 | | 12 | | 13 | | | | | | | |
| | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | | | | | | |
| 1960[h] | 1,09 | 24,0 | 0,29 | 6,4 | 0,34 | 7,5 | 0,94 | 20,7 | 1,28 | 28,2 | 0,07 | 1,5 | -0,35 | -7,7 | -0,28 | -6,2 | 0,07 | 1,5 | 0,71 | 15,6 | 1,35 | 29,7 | 0,04 | 0,9 | 4,54 | 100 | | | | | | |
| 1961 | 1,23 | 13,9 | 1,13 | 12,6 | 0,47 | 5,2 | 0,86 | 9,6 | 1,33 | 14,8 | 0,99 | 11,0 | 3,26 | 36,4 | 4,26 | 47,5 | 0,05 | 0,6 | 0,66 | 7,4 | 0,30 | 3,3 | . | . | 8,97 | 100 | | | | | | |
| 1962 | 2,66 | 27,7 | 0,21 | 2,2 | 0,15 | 1,6 | 1,49 | 15,5 | 1,64 | 17,1 | -0,12 | -1,3 | 3,51 | 36,5 | 3,39 | 35,3 | 0,08 | 0,8 | 0,91 | 9,5 | 0,73 | 7,6 | . | . | 9,61 | 100 | | | | | | |
| 1963 | 3,44 | 28,6 | 0,47 | 3,9 | 0,45 | 3,8 | 1,22 | 10,2 | 1,67 | 13,9 | -0,15 | -1,3 | 3,67 | 30,6 | 3,52 | 29,3 | 0,04 | 0,3 | 0,88 | 7,3 | 1,99 | 16,6 | . | . | 12,01 | 100 | | | | | | |
| 1964 | 5,36 | 39,8 | 0,60 | 4,5 | 0,25 | 1,9 | 1,44 | 10,7 | 1,69 | 12,6 | -0,06 | -0,5 | 4,66 | 34,6 | 4,60 | 34,2 | 0,16 | 1,2 | 1,18 | 8,8 | -0,13 | -1,0 | . | . | 13,46 | 100 | | | | | | |
| 1965 | 4,50 | 37,4 | 0,90 | 7,5 | -0,06 | -0,5 | 2,00 | 16,6 | 1,94 | 16,1 | -0,03 | -0,3 | 3,36 | 27,9 | 3,34 | 27,7 | 0,17 | 1,4 | 1,08 | 9,0 | 0,10 | 0,8 | . | . | 12,04 | 100 | | | | | | |
| 1966 | 2,42 | 41,9 | 0,64 | 11,1 | 0,06 | 1,0 | -0,03 | -0,9 | 0,01 | 0,2 | -0,06 | -1,0 | 1,49 | 25,8 | 1,43 | 24,7 | 0,17 | 2,9 | 1,23 | 21,6 | -0,14 | -2,4 | . | . | 5,78 | 100 | | | | | | |
| 1967 | 2,77 | 17,7 | 0,26 | 1,7 | 0,12 | 0,8 | -1,36 | -8,7 | -1,23 | -7,9 | 1,22 | 7,8 | 11,70 | 74,7 | 12,92 | 82,5 | 0,01 | 0,1 | 1,78 | 11,4 | -0,84 | -5,4 | . | . | 15,66 | 100 | | | | | | |
| 1968[p] | 3,11 | 14,4 | 1,64 | 7,6 | 0,12 | 0,5 | 0,05 | 0,2 | 0,16 | 0,7 | -0,63 | -2,9 | 14,59 | 67,4 | 13,96 | 64,5 | 0,23 | 1,1 | 2,70 | 12,5 | -0,15 | -0,7 | . | . | 21,65 | 100 | | | | | | |
| 1969[p] | 5,38 | 30,9 | 1,41 | 8,1 | 0,08 | 0,5 | -0,03 | -0,2 | 0,06 | 0,3 | -0,66 | -3,8 | 9,86 | 56,6 | 9,20 | 52,8 | 0,01 | 0,1 | 2,31 | 13,3 | -0,95 | -5,5 | . | . | 17,41 | 100 | | | | | | |
| 1970 | 9,27 | 61,8 | 0,30 | 1,3 | 0,13 | 0,9 | 0,26 | 1,7 | 0,39 | 2,6 | -0,27 | -1,8 | 2,38 | 17,2 | 2,11 | 15,4 | -0,82 | -0,1 | 1,74 | 11,6 | 0,81 | 5,4 | . | . | 15,00 | 100 | | | | | | |
| Insg. | 41,25 | 30,3 | 8,05 | 5,9 | 2,11 | 1,5 | 6,84 | 5,0 | 8,94 | 6,5 | 0,30 | 0,2 | 58,33 | 42,8 | 58,65 | 43,0 | 0,97 | 0,7 | 15,20 | 11,2 | 2,79 | 2,1 | 0,04 | 0,0 | 136,13 | 100 | | | | | | |

[a] Einschließlich Bundesbahn und Bundespost - [b] Einschließlich Lastenausgleichsfonds und ERP-Sondervermögen - [c] Einschließlich Zusatzversorgungsanstalten öffentlicher Stellen, - [d] Individualversicherungen einschließlich Pensionskassen - [e] Ab 1961 einschließlich DDR - [f] Einschließlich Währungsgebiet der DM-Ost. Ab 1961 wird Berlin West in den Statistiken "Die Vermögensrechnung und ihre Finanzierung" in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank nicht mehr getrennt ausgewiesen, sondern den übrigen Sektoren zugerechnet - [g] Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen - [h] Ab 1960 einschließlich Saarland - [p] vorläufig

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Juli 1962, 14. Jg. Nr. 7, S. 74-81 für 1959-1960, April 1966, 18. Jg. Nr. 4, S. 27-29 für 1961-1963, April 1967, 19. Jg. Nr. 4, S. 17-18 für 1964-1965 Mai 1970, 22. Jg. Nr. 5, S. 36-55 für 1966-1969

Tabelle V - Die Aufteilung des Erwerbs von Aktien nach Sektoren
in der BRD 1960-1970 (in Mrd. DM[1])

| Jahr | Private Haushalte | | Unternehmen[a] | | Gebietskörperschaften[b] | | Kreditinstitute | | Versicherungen[c] | | Ausland[d] | | Berlin-west[e] | | Insgesamt[f] | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 | | 2 | | 3 | | 4 | | 5 | | 6 | | 7 | | 8 | |
| | Mrd.DM | v.H. | Mrd.DM | v.H. | Mrd.DM | v.H. | Mrd.DM | v.H. | Mrd.DM | v.H. | Mrd.DM | v.H. | Mrd.DM | v.H. | Mrd.DM | v.H. |
| 1960[g] | 1,43 | 26,8 | 1,18 | 22,1 | 0,93 | 17,5 | 0,65 | 12,2 | 0,32 | 6,0 | 0,80 | 15,0 | 0,02 | 0,4 | 5,33 | 100 |
| 1961 | 2,41 | 53,6 | 0,61 | 13,6 | 0,25 -0,90[h] | 5,6 -20,0 | 0,41 | 9,1 | 0,41 | 9,1 | 1,42 | 31,6 | . | . | 4,50 | 100 |
| 1962 | 0,83 | 27,9 | 0,71 | 23,4 | 0,22 | 7,4 | 0,07 | 2,4 | 0,25 | 8,4 | 0,90 | 30,2 | . | . | 2,98 | 100 |
| 1963 | 0,04 | -2,3 | 0,34 | 19,2 | 0,21 | 11,9 | 0,14 | 7,9 | 0,23 | 13,0 | 0,88 | 49,7 | . | . | 1,77 | 100 |
| 1964 | 0,60 | 21,6 | 0,72 | 25,9 | 0,27 | 9,7 | 0,34 | 12,2 | 0,36 | 13,0 | 0,48 | 17,3 | . | . | 2,78 | 100 |
| 1965 | 2,36 | 41,1 | 1,62 | 28,2 | 0,15[i] -0,17 | 2,6 -3,0 | 0,58 | 10,1 | 0,27 | 4,7 | 0,93 | 16,2 | . | . | 5,74 | 100 |
| 1966 | 0,88 | 21,5 | 1,16 | 28,3 | 0,35 | 8,5 | 0,50 | 12,2 | 0,29 | 7,1 | 0,93 | 22,7 | . | . | 4,10 | 100 |
| 1967 | 1,25 | 62,8 | 1,29 | 11,9 | 0,47 | 12,1 | -0,32 | -8,4 | 0,44 | 8,9 | 0,79 | 20,7 | . | . | 3,81 | 100 |
| 1968[p] | 1,54 | 24,7 | 1,01 | 16,2 | 0,33 | 5,3 | 1,73 | 27,7 | 0,75 | 12,0 | 0,87 | 13,9 | . | . | 6,24 | 100 |
| 1969[p] | 3,39 | 37,8 | 2,67 | 29,7 | 0,25 | 2,8 | 1,67 | 18,6 | 0,78 | 8,7 | 0,22 | 2,5 | . | . | 8,98 | 100 |
| 1970 | 1,66 | 24,1 | 1,13 | 45,2 | 0,31 | 4,5 | 1,13 | 16,4 | 0,48 | 7,0 | 0,20 | 2,9 | . | . | 6,90 | 100 |
| Insg. | 16,31 | 30,7 | 14,43 | 27,2 | 3,44 | 6,5 | 6,80 | 12,8 | 4,48 | 8,4 | 8,42 | 15,9 | 0,02 | 0,4 | 53,13 | 100 |

[a]Einschließlich Bundesbahn und Bundespost - [b]einschließlich Lastenausgleichfonds und ERP Sondervermögen - [c]Individualversicherungen einschließlich Pensionskassen - [d]ab 1961 einschließlich DDR - [e]Einschließlich Währungsgebiet der DM-Ost. Ab 1961 wird Berlin-West nicht mehr getrennt ausgewiesen, sondern den übrigen Sektoren zugerechnet - [f]Abweichungen der Summen durch Runden der Zahlen - [g]Ab 1960 einschließlich Saarland - [h]Veräußerungsgewinn bei der Abgabe der VW-Aktien - [i]Veräußerungsgewinn bei der Abgabe der Veba-Aktien - [p]vorläufig

Quelle: s. Tabelle III

Tabelle VI - Die Verteilung der ausstehenden Anleihen der Staaten und Gemeinden auf die Anlegergruppen in den Vereinigten Staaten von Amerika 1960-1970 (in Mrd. $)

| | private Haushalte | | Unternehmen | | Mutual Savings Banks | | Commercial Banking | | Lebensversicherungen | | Sachversicherungen | | öffentliche Pensionsfonds | | Staaten und Gemeinden | | Total | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. |
| 1960 | 30,9 | 41,3 | 2,4 | 3,2 | 0,7 | 0,9 | 17,6 | 23,5 | 3,6 | 4,8 | 8,1 | 10,8 | 4,4 | 5,9 | 7,2 | 9,6 | 74,9 | 100 |
| 1961 | 32,3 | 40,4 | 2,4 | 3,- | 0,7 | 0,9 | 20,3 | 25,4 | 3,9 | 4,9 | 9,1 | 11,4 | 4,3 | 5,4 | 7,0 | 8,8 | 80,0 | 100 |
| 1962 | 33,1 | 39,1 | 2,1 | 2,5 | 0,5 | 0,6 | 24,8 | 29,3 | 4,0 | 4,7 | 9,9 | 11,7 | 3,8 | 4,5 | 6,4 | 7,6 | 84,6 | 100 |
| 1963 | 33,9 | 37,7 | 2,3 | 2,6 | 0,4 | 0,4 | 30,0 | 33,3 | 3,9 | 4,3 | 10,6 | 12,1 | 3,3 | 3,6 | 5,6 | 6,2 | 90,0 | 100 |
| 1964 | 35,9 | 37,7 | 2,5 | 2,6 | 0,4 | 0,4 | 33,5 | 35,2 | 3,8 | 4,- | 11,0 | 11,6 | 1,9 | 1,9 | 5,1 | 5,4 | 95,1 | 100 |
| 1965 | 38,2 | 37,3 | 3,0 | 2,9 | 0,3 | 0,3 | 38,6 | 37,7 | 3,5 | 3,4 | 11,3 | 11,- | 2,6 | 2,5 | 4,8 | 4,7 | 102,3 | 100 |
| 1966 | 39,8 | 36,9 | 4,0 | 3,7 | 0,3 | 0,3 | 41,0 | 38,- | 3,1 | 2,9 | 12,6 | 11,7 | 2,5 | 2,3 | 4,6 | 4,3 | 107,9 | 100 |
| 1967 | 37,6 | 32,5 | 3,8 | 3,3 | 0,2 | 0,2 | 50,0 | 43,3 | 3,0 | 2,6 | 14,1 | 12,2 | 2,4 | 2,1 | 4,5 | 3,9 | 115,6 | 100 |
| 1968 | 38,4 | 30,7 | 2,7 | 2,2 | 0,2 | 0,2 | 58,6 | 46,8 | 3,2 | 2,6 | 15,1 | 12,1 | 2,4 | 1,9 | 4,6 | 3,7 | 125,2 | 100 |
| 1969 | 39,7 | 29,8 | 7,8 | 5,9 | 0,2 | 0,2 | 59,2 | 44,4 | 3,2 | 2,4 | 16,3 | 12,2 | 2,2 | 1,7 | 4,7 | 3,5 | 133,3 | 100 |
| 1970 | 38,1 | 26,4 | 8,1 | 5,6 | 0,2 | 0,1 | 70,4 | 48,8 | 3,3 | 2,3 | 17,4 | 12,- | 2,1 | 1,5 | 4,8 | 3,3 | 144,4 | 100 |
| | 387,9 | 34,5 | 41,1 | 3,6 | 4,1 | 0,4 | 444,0 | 38,5 | 38,5 | 3,3 | 135,6 | 11,8 | 32,9 | 2,9 | 59,3 | 5,1 | 1153,3 | 100 |

Quelle: s. Tabelle VII

Tabelle VII - Die Verteilung der ausstehenden Industrieobligationen auf die Anlegergruppen in den Vereinigten Staaten von Amerika 1960-1970 (in Mrd. $)

| Jahr | private Haushalte | | Investment-gesellschaften | | Mutual Savings Banks | | Commercial Banking | | Lebensversicherungen | | Sachversicherungen | | Private Pensionsfonds | | öffentliche Pensionsfonds | | Ausland | | Staaten und Gemeinden | | Total | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. |
| 1960 | 9,8 | 10,8 | 1,2 | 1,3 | 3,8 | 4,2 | 1,0 | 1,1 | 48,2 | 53,1 | 1,7 | 1,9 | 15,7 | 17,3 | 6,7 | 7,4 | 0,6 | 0,7 | 1,5 | 1,7 | 90,8 | 100 |
| 1961 | 10,4 | 10,8 | 1,6 | 1,7 | 3,6 | 3,7 | 0,9 | 0,9 | 50,7 | 52,5 | 1,7 | 1,8 | 16,9 | 17,5 | 8,5 | 8,8 | 0,6 | 0,6 | 1,3 | 1,3 | 96,5 | 100 |
| 1962 | 9,7 | 9,5 | 1,6 | 1,6 | 3,5 | 3,4 | 0,8 | 0,8 | 53,2 | 52,- | 2,1 | 2,1 | 18,1 | 17,7 | 10,4 | 10,2 | 0,7 | 0,7 | 1,8 | 1,8 | 102,4 | 100 |
| 1963 | 9,2 | 8,4 | 1,8 | 1,7 | 3,2 | 2,9 | 0,8 | 0,7 | 56,0 | 51,4 | 2,0 | 1,8 | 19,6 | 18,- | 12,3 | 11,3 | 0,7 | 0,6 | 2,8 | 2,6 | 109,0 | 100 |
| 1964 | 9,3 | 8,- | 2,1 | 1,8 | 3,1 | 2,7 | 0,9 | 0,8 | 58,3 | 50,- | 2,4 | 2,1 | 21,2 | 18,2 | 14,2 | 12,2 | 0,9 | 0,8 | 3,8 | 3,3 | 116,6 | 100 |
| 1965 | 10,6 | 8,4 | 2,6 | 2,1 | 2,9 | 2,3 | 0,8 | 0,6 | 61,1 | 48,6 | 3,0 | 2,4 | 22,7 | 18,1 | 16,3 | 13,- | 0,7 | 0,6 | 4,5 | 3,6 | 125,7 | 100 |
| 1966 | 12,3 | 9,- | 2,9 | 2,1 | 3,2 | 2,3 | 0,9 | 0,7 | 63,5 | 46,3 | 3,6 | 2,6 | 24,6 | 17,9 | 18,9 | 13,8 | 1,3 | 0,9 | 5,6 | 4,1 | 137,2 | 100 |
| 1967 | 17,1 | 11,1 | 3,0 | 2,- | 5,3 | 3,5 | 1,6 | 1,- | 67,3 | 43,9 | 4,3 | 2,8 | 25,5 | 16,6 | 22,3 | 14,5 | 0,9 | 0,6 | 5,4 | 3,5 | 153,4 | 100 |
| 1968 | 22,6 | 13,4 | 3,4 | 2,- | 6,6 | 3,9 | 1,9 | 1,1 | 71,1 | 42,2 | 5,5 | 3,3 | 26,2 | 15,6 | 24,8 | 14,7 | 0,9 | 0,5 | 5,0 | 3,- | 168,3 | 100 |
| 1969 | 27,9 | 15,3 | 3,6 | 2,- | 6,9 | 3,8 | 1,9 | 1,- | 72,7 | 39,9 | 6,3 | 3,5 | 26,8 | 14,7 | 27,8 | 15,3 | 0,4 | 0,2 | 7,3 | 4,- | 182,0 | 100 |
| 1970 | 40,1 | 19,4 | 4,6 | 2,2 | 8,5 | 4,1 | 2,4 | 1,2 | 74,2 | 35,9 | 7,1 | 3,4 | 28,0 | 13,6 | 31,9 | 15,4 | 1,1 | 0,5 | 7,8 | 3,8 | 206,5 | 100 |
| | 179,0 | 12,0 | 28,4 | 1,9 | 50,6 | 3,4 | 13,9 | 0,9 | 676,3 | 45,4 | 39,7 | 2,7 | 245,3 | 16,5 | 194,1 | 13,0 | 8,8 | 0,6 | 46,8 | 3,1 | 1488,4 | 100 |

Quelle: Federal Reserve Bulletin, Flow of Funds, March 1971, A 71.14 ff.

Tabelle VIII - Die Verteilung der ausstehenden Bundesanleihen auf die Anlegergruppen in den Vereinigten Staaten von Amerika 1960-1970 (in Mrd. $)

| Jahr | private Haushalte | | Investment-gesellschaften | | Mutual Savings Banks | | Commercial Banking | | Lebensversicherungen | | Sachversicherungen | | Private Pensionsfonds | | öffentliche Pensionsfonds | | Ausland | | Staaten und Gemeinden | | Total | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. |
| 1960 | 69,8 | 38,9 | 0,6 | 0,3 | 6,7 | 3,7 | 64,3 | 35,9 | 6,5 | 3,6 | 5,6 | 3,1 | 2,7 | 1,5 | 5,9 | 3,3 | 10,6 | 5,9 | 6,6 | 3,7 | 179,3 | 100 |
| 1961 | 69,0 | 37,5 | 0,7 | 0,4 | 6,6 | 3,6 | 70,1 | 38,1 | 6,1 | 3,3 | 5,6 | 3,- | 2,8 | 1,5 | 6,1 | 3,3 | 11,0 | 6,- | 6,0 | 3,3 | 184,0 | 100 |
| 1962 | 69,1 | 36,8 | 0,7 | 0,4 | 6,7 | 3,6 | 71,4 | 38,1 | 6,2 | 3,3 | 5,7 | 3,- | 3,1 | 1,7 | 6,5 | 3,5 | 12,3 | 6,6 | 5,9 | 3,1 | 187,6 | 100 |
| 1963 | 72,8 | 38,3 | 0,7 | 0,4 | 6,5 | 3,4 | 68,8 | 36,2 | 5,9 | 3,1 | 5,9 | 3,1 | 3,4 | 1,8 | 6,9 | 3,6 | 12,9 | 6,8 | 6,2 | 3,3 | 190,0 | 100 |
| 1964 | 75,0 | 38,6 | 0,8 | 0,4 | 6,5 | 3,3 | 69,2 | 35,6 | 5,6 | 2,9 | 6,0 | 3,1 | 3,6 | 1,9 | 7,4 | 3,8 | 13,4 | 6,9 | 7,0 | 3,6 | 194,5 | 100 |
| 1965 | 77,1 | 39,7 | 0,8 | 0,4 | 6,2 | 3,2 | 66,9 | 34,4 | 5,1 | 2,6 | 6,0 | 3,1 | 3,6 | 1,9 | 7,8 | 4,- | 13,2 | 6,8 | 7,7 | 4,0 | 194,4 | 100 |
| 1966 | 84,5 | 43,1 | 1,4 | 0,7 | 5,7 | 2,9 | 63,2 | 32,2 | 4,8 | 2,4 | 5,6 | 2,9 | 3,1 | 1,6 | 8,0 | 4,1 | 10,8 | 5,5 | 9,1 | 4,6 | 196,2 | 100 |
| 1967 | 82,5 | 40,5 | 0,9 | 0,4 | 5,4 | 2,7 | 72,6 | 35,6 | 4,5 | 2,2 | 4,9 | 2,4 | 2,5 | 1,2 | 7,0 | 3,4 | 12,9 | 6,3 | 10,5 | 5,2 | 203,7 | 100 |
| 1968 | 88,1 | 41,3 | 1,1 | 0,5 | 5,2 | 2,4 | 76,1 | 35,7 | 4,4 | 2,1 | 4,7 | 2,2 | 2,9 | 1,4 | 7,3 | 3,4 | 12,4 | 5,8 | 11,2 | 5,2 | 213,4 | 100 |
| 1969 | 101,3 | 47,1 | 0,7 | 0,3 | 4,7 | 2,2 | 66,5 | 30,9 | 4,0 | 1,9 | 4,2 | 2,- | 3,1 | 1,4 | 7,1 | 3,3 | 10,6 | 4,9 | 13,1 | 6,1 | 215,3 | 100 |
| 1970 | 95,9 | 40,5 | 1,0 | 0,4 | 4,7 | 2,- | 74,8 | 31,6 | 4,0 | 1,7 | 4,4 | 1,9 | 3,2 | 1,4 | 6,7 | 2,8 | 19,0 | 8,- | 23,1[1] | 9,8 | 236,8 | 100 |
| | 885,1 | 40,3 | 9,4 | 0,4 | 64,9 | 3,0 | 763,9 | 34,8 | 57,1 | 2,6 | 58,0 | 2,6 | 34,0 | 1,6 | 76,7 | 3,5 | 139,1 | 6,3 | 106,4 | 4,9 | 2195,2 | 100 |

[1] einschließlich short-term US-Govt. securities

Quelle: s. Tabelle VII

Tabelle IX - Die Verteilung der ausstehenden Aktien auf die Anlegergruppen in den Vereinigten Staaten von Amerika 1960-1970 (in Mrd. $)

| Jahr | private Haushalte | | Investment-gesell-schaften | | Mutual Savings Banks | | Comercial Banks | Lebensver-sicherungen | | Sachver-sicherungen | | Private Pen-sionsfonds | | Ausland | | öffentliche Pensions-fonds | | Total | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. |
| 1960 | 394,2 | 87,5 | 14,8 | 3,3 | 0,8 | 0,2 | - | 5,0 | 1,1 | 9,4 | 2,1 | 16,5 | 3,7 | 9,3 | 2,1 | 0,4 | 0,1 | 450,4 | 100 |
| 1961 | 499,3 | 87,- | 20,3 | 3,5 | 0,9 | 0,2 | - | 6,3 | 1,1 | 11,8 | 2,1 | 22,9 | 4,- | 11,8 | 2,1 | 0,6 | 0,1 | 573,9 | 100 |
| 1962 | 435,4 | 86,2 | 18,3 | 3,6 | 1,0 | 0,2 | - | 6,3 | 1,2 | 11,1 | 2,2 | 21,9 | 4,3 | 10,3 | 2,0 | 0,8 | 0,2 | 505,1 | 100 |
| 1963 | 512,0 | 85,8 | 22,1 | 3,7 | 1,2 | 0,2 | - | 7,1 | 1,2 | 13,0 | 2,2 | 27,7 | 4,6 | 12,5 | 2,1 | 1,0 | 0,2 | 596,6 | 100 |
| 1964 | 587,4 | 85,9 | 23,7 | 3,5 | 1,3 | 0,2 | - | 7,9 | 1,2 | 14,7 | 2,2 | 33,5 | 4,9 | 13,8 | 2,0 | 1,3 | 0,2 | 683,6 | 100 |
| 1965 | 664,9 | 85,5 | 30,9 | 4,0 | 1,4 | 0,2 | - | 9,1 | 1,2 | 15,3 | 2,- | 39,7 | 5,1 | 14,6 | 1,9 | 1,6 | 0,2 | 777,5 | 100 |
| 1966 | 594,0 | 84,8 | 28,9 | 4,1 | 1,5 | 0,2 | - | 8,8 | 1,3 | 13,8 | 2,- | 38,5 | 5,5 | 12,6 | 1,8 | 2,1 | 0,3 | 700,2 | 100 |
| 1967 | 750,9 | 84,5 | 39,2 | 4,4 | 1,7 | 0,2 | - | 11,8 | 1,3 | 16,1 | 1,8 | 51,1 | 5,7 | 15,5 | 1,7 | 2,8 | 0,3 | 889,1 | 100 |
| 1968 | 871,2 | 84,1 | 46,1 | 4,5 | 1,9 | 0,2 | - | 13,2 | 1,3 | 18,1 | 1,8 | 61,4 | 5,9 | 19,6 | 1,9 | 4,1 | 0,4 | 1035,6 | 100 |
| 1969 | 773,0 | 83,- | 40,9 | 4,4 | 2,2 | 0,2 | - | 13,1 | 1,4 | 16,8 | 1,8 | 61,6 | 6,6 | 18,1 | 1,9 | 5,8 | 0,6 | 931,5 | 100 |
| 1970 | 747,7 | 82,1 | 39,3 | 4,3 | 2,5 | 0,3 | - | 14,5 | 1,6 | 16,9 | 1,9 | 64,3 | 7,1 | 18,1 | 2,- | 7,5 | 0,8 | 910,8 | 100 |
| | 6830,0 | 84,8 | 324,5 | 4,0 | 16,4 | 0,2 | - | 103,1 | 1,3 | 157,0 | 1,9 | 439,1 | 5,5 | 156,2 | 1,9 | 28,0 | 0,4 | 8054,3 | 100 |

Quelle: s. Tabelle VII

Tabelle X - Die Zusammensetzung des Wertpapierportefeuilles der Banken in der Schweiz 1961-1969 (in Mrd. Frc.)

| Jahr | 1 Schweizer Aktien | | | 2 Schweizer Obligationen | | | 3 Schweizer Titel Gesamt | | 4 Ausländische Aktien | | | 5 Ausländische Obligationen | | | 6 Ausländ. Titel Gesamt | | 7 Aktien Total (1 + 4) | | 8 Oblig. Total (2 + 5) | | 9 WP-Gesamt (3 + 6) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mrd. Frc. | v.H. (3) | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. (3) | v.H. (8) | Mrd. Frc. | v.H. (9) | Mrd. Frc. | v.H. (6) | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. Frc. | v.H. (9) | Mrd. Frc. | v.H. | Mrd. Frc. | v.H. | |
| 1961 | 0,48 | 10,9 | 72,7 | 3,93 | 89,1 | 93,6 | 4,41 | 90,7 | 0,18 | 40,0 | 27,3 | 0,27 | 60,0 | 6,4 | 0,45 | 9,3 | 0,66 | 13,6 | 4,20 | 86,4 | 4,86 |
| 1962 | 0,66 | 14,3 | 76,7 | 3,96 | 85,9 | 94,3 | 4,61 | 91,3 | 0,20 | 43,5 | 23,3 | 0,24 | 54,5 | 5,7 | 0,44 | 8,7 | 0,86 | 17,0 | 4,20 | 83,0 | 5,05 |
| 1963 | 0,73 | 15,6 | 76,0 | 3,95 | 84,4 | 94,6 | 4,68 | 91,4 | 0,23 | 52,3 | 24,0 | 0,21 | 47,7 | 5,4 | 0,44 | 8,6 | 0,96 | 18,8 | 4,16 | 81,2 | 5,12 |
| 1964 | 0,80 | 16,4 | 76,2 | 4,09 | 83,6 | 94,0 | 4,89 | 90,6 | 0,25 | 49,0 | 23,8 | 0,26 | 51,0 | 6,0 | 0,51 | 9,4 | 1,05 | 19,4 | 4,35 | 80,6 | 5,40 |
| 1965 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1966 | 0,86 | 15,4 | 74,1 | 4,74 | 84,6 | 93,9 | 5,60 | 90,2 | 0,30 | 49,2 | 25,9 | 0,31 | 50,8 | 6,1 | 0,61 | 9,8 | 1,16 | 18,7 | 5,05 | 81,3 | 6,21 |
| 1967 | 0,86 | 14,1 | 68,8 | 5,26 | 85,9 | 92,8 | 6,12 | 88,4 | 0,39 | 48,8 | 31,2 | 0,41 | 51,2 | 7,2 | 0,80 | 11,6 | 1,25 | 22,0 | 5,67 | 82,0 | 6,92 |
| 1968 | 1,14 | 15,3 | 69,9 | 6,29 | 84,7 | 91,8 | 7,43 | 87,6 | 0,49 | 46,7 | 30,1 | 0,56 | 53,3 | 8,2 | 1,05 | 12,4 | 1,63 | 19,2 | 6,85 | 80,8 | 8,48 |
| 1969 | 1,68 | 19,9 | 75,0 | 6,81 | 80,2 | 87,4 | 8,49 | 84,7 | 0,56 | 36,4 | 25,0 | 0,98 | 63,6 | 12,6 | 1,54 | 15,3 | 2,24 | 22,3 | 7,79 | 77,7 | 10,03 |
| | 7,21 | 15,6 | 73,5 | 39,03 | 84,4 | 92,3 | 46,24 | 88,8 | 2,60 | 44,5 | 26,5 | 3,24 | 55,5 | 7,7 | 5,84 | 11,2 | 9,81 | 18,8 | 42,27 | 81,2 | 52,07 |

Quelle: Das schweizerische Bankwesen im Jahre 1964, Heft 49. Mitteilungen der volkswirtschaftlichen und statistischen Abteilung der Schweizerischen Nationalbank, S. 69 ff.; Jahr 1969, 54. Heft, S. 71 ff.

Tabelle XI - Die jährlichen Veränderungen des Wertpapierbestandes[1] der Schweizer Kreditinstitute 1961-1969 (in Mio. Frc.)

| | 1961 | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Kantonalbanken | 157 | -17 | -34 | 52 | - | 74 | 135 | 321 | 208 |
| Großbanken | 178 | 82 | -51 | 115 | - | 51 | 355 | 811 | 988 |
| Lokalbanken[2] | 50 | 32 | 78 | 68 | - | 24 | 82 | 159 | 122 |
| Sparkassen | 20 | 8 | 12 | 4 | - | 33 | 50 | 79 | 50 |
| Darlehnskassen u. Zentralkass | 19 | 25 | 9 | 7 | - | 12 | 18 | 38 | 36 |
| übrige Banken | 47 | 56 | 72 | 55 | - | 55 | 98 | 169 | 173 |
| Insgesamt | 471 | 186 | 86 | 301 | - | 249 | 738 | 1557 | 1577 |

[1] Schweizer Aktien u. Obligationen; ausländische Aktien u. Obligationen; Anteilsscheine von Anlagefonds - [2] Bodenkreditbanken u. andere Lokalbanken

Quelle: siehe Tabelle X.

Tab. XII. Ausgewählte Formen der Ersparnisbildung der privaten Haushalte in der Schweiz 1960-1969

| | 1960 | 1961 | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Zunahme längerfristiger Bank-Verpflichtungen | 2,14 | 2,69 | 2,77 | 2,52 | 2,86 | 3,51 | 2,98 | 5,06 | 5,79 | 4,73 |
| dav. Spareinlagen | 1,52 | 2,07 | 2,17 | 2,18 | 1,83 | 2,20 | 2,28 | 2,84 | 3,57 | 3,04 |
| ordentl. Spareinl. | 1,10 | 1,46 | 1,54 | 1,56 | 1,36 | 1,63 | 1,69 | 1,82 | 2,71 | 2,20 |
| Sparhefte | 0,42 | 0,61 | 0,63 | 0,61 | 0,47 | 0,57 | 0,59 | 1,02 | 0,86 | 0,84 |
| Sparschuldverschreibungen (bons de caisse) | 0,62 | 0,62 | 0,60 | 0,34 | 1,03 | 1,31 | 0,70 | 2,22 | 2,22 | 1,69 |
| Netto-Ersparnis der Haushalte | 2,25 | 3,07 | 3,04 | 3,86 | 4,93 | 5,84 | 6,25 | 6,58 | 6,72 | 7,20 |
| Lebens-, Pensions- und Altersversicherungen | 1,25 | 1,34 | 1,60 | 1,81 | 2,09 | 2,28 | 2,45 | 2,61 | 2,85 | 3,04 |
| andere | 1,00 | 1,73 | 1,44 | 2,05 | 2,84 | 3,56 | 3,80 | 3,97 | 3,87 | 4,16 |
| Netto-Ersparnis in % des verfügbaren Einkommens | 8,50 | 10,30 | 9,30 | 10,70 | 12,40 | 13,50 | 13,50 | 13,30 | 12,90 | 12,80 |

Quelle: Das schweizerische Bankwesen im Jahre 1960, 51. Heft, S. 22 ff., 49. Heft (1964), S. 22 ff.; OECD, The capital market in Switzerland, a.a.O., S. 56; OECD, National Accounts of OECD Countries 1953-1969, Paris o.J., S. 311.

[illegible] XIII - [illegible] der Anlagearten der schweizerischen Wertschriftenfonds [illegible] (in Mio. Frc.

| | (1) schweizer Wertpapiere | | | (2) ausländ. Wertpapiere | | | (3) in- und ausländ. Wertpapiere | | | (4) Total | | | Insg. der schweiz. Anlagefonds (Fondsvermögen) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mio. Frc. | v.H. (4) | v.H. | Mio. Frc. | v.H. (4) | v.H. | Mio. Frc. | v.H. (4) | v.H. | Mio. Frc. | v.H. | | |
| 1962 | 538,2 | 16,6 | 9,0 | 1805,0 | 55,5 | 30,1 | 907,5 | 27,9 | 15,2 | 3250,7 | 100 | 54,3 | 5989,2 |
| 1963 | 526,1 | 15,4 | 7,6 | 1937,2 | 56,9 | 28,0 | 944,0 | 27,7 | 13,6 | 3407,3 | 100 | 49,2 | 6929,0 |
| 1964 | 464,0 | 14,2 | 6,6 | 1935,3 | 59,4 | 27,6 | 861,5 | 26,4 | 12,3 | 3260,8 | 100 | 46,5 | 7017,2 |
| 1965 | 405,4 | 13,3 | 6,5 | 1851,3 | 60,7 | 29,9 | 792,5 | 26,0 | 12,8 | 3049,2 | 100 | 49,2 | 6214,9 |
| 1966 | 347,4 | 13,2 | 6,1 | 1533,3 | 58,5 | 26,7 | 742,5 | 28,3 | 12,9 | 2623,2 | 100 | 45,7 | 5740,7 |
| 1967 | 481,0 | 16,0 | 7,8 | 1518,8 | 50,4 | 21,5 | 1014,2 | 33,6 | 16,3 | 3014,0 | 100 | 48,6 | 6206,5 |
| 1968 | 650,9 | 17,4 | 9,2 | 1576,3 | 42,0 | 22,3 | 1523,2 | 40,6 | 21,6 | 3750,4 | 100 | 53,1 | 7065,3 |
| 1969 | 673,8 | 15,3 | 8,7 | 1373,0 | 35,8 | 20,4 | 2151,1 | 48,9 | 27,9 | 4397,9 | 100 | 57,0 | 7707,8 |
| 1970 | 626,2 | 13,2 | 7,7 | 1496,1 | 31,5 | 18,4 | 2630,2 | 55,3 | 32,4 | 4752,5 | 100 | 58,5 | 8130,9 |
| | 4713,0 | 15,0 | 7,7 | 15226, | 48,3 | 25,0 | 11366,7 | 36,7 | 19,0 | 31506,0 | 100 | 51,7 | 61001,5 |

Quelle: Kommentierte der Schweizerischen Nationalbank. [illegible] Nr. 5 [illegible] (1970) Nr. 14; Ab. Nr. (1) [illegible] Nr. 4; Die Volkswirtschaft, [illegible] Aktiengesellschaften und [illegible] Kapitalgesellschaften, [illegible] (1970), Nr. 4

**Tabelle XIV - Der Bruttoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in der Schweiz nach Emittentengruppen 1960-1970 (in Mrd. Frc.)**

| | Anleiheemissionen (in- u. ausländische) | | | | | | | | | | | | | Aktien-emissionen (6) | | Insgesamt (7) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Bankensektor (1) | | | öff. Sektor (2) | | | öff.u. priv.Ug. (3) | | | Ausland (4) | | | Insgesamt[1] (5) | | | | |
| | Mrd. Frc. | v.H. (5) | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. (5) | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. (5) | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. (5) | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. | Mrd. Frc. | v.H. |
| 1960 | 0,29 | 16,8 | 10,9 | 0,13 | 7,5 | 4,9 | 0,64 | 37,0 | 24,2 | 0,69 | 39,9 | 26,0 | 1,73 | 65,3 | 0,92 | 34,7 | 2,65 | 100 |
| 1961 | 0,57 | 24,7 | 16,1 | 0,05 | 2,2 | 1,4 | 0,65 | 28,1 | 18,3 | 1,04 | 45,0 | 29,3 | 2,31 | 65,1 | 1,24 | 34,9 | 3,55 | 100 |
| 1962 | 0,59 | 27,3 | 14,8 | 0,24 | 11,1 | 6,0 | 0,61 | 28,2 | 15,3 | 0,71 | 32,9 | 17,8 | 2,16 | 54,3 | 1,82 | 45,7 | 3,98 | 100 |
| 1963 | 1,39 | 42,9 | 29,0 | 0,37 | 11,4 | 7,7 | 0,85 | 26,2 | 17,8 | 0,63 | 19,4 | 13,2 | 3,24 | 67,6 | 1,55 | 32,4 | 4,79 | 100 |
| 1964 | 1,27 | 36,9 | 25,5 | 0,86 | 25,0 | 17,2 | 0,90 | 26,2 | 18,0 | 0,42 | 12,2 | 8,4 | 3,44 | 68,9 | 1,55 | 31,1 | 4,99 | 100 |
| 1965 | 0,89 | 26,3 | 17,8 | 1,14 | 33,6 | 22,8 | 0,98 | 28,9 | 19,6 | 0,38 | 11,2 | 7,6 | 3,39 | 67,8 | 1,61 | 32,2 | 5,00 | 100 |
| 1966 | 0,98 | 24,4 | 18,5 | 1,68 | 41,9 | 31,8 | 0,76 | 19,0 | 14,4 | 0,60 | 15,0 | 11,3 | 4,01 | 75,8 | 1,28 | 24,2 | 5,29 | 100 |
| 1967 | 1,03 | 23,2 | 17,8 | 1,51 | 33,9 | 26,0 | 0,99 | 22,2 | 17,1 | 0,92 | 20,7 | 15,9 | 4,45 | 76,7 | 1,35 | 23,3 | 5,80 | 100 |
| 1968 | 0,82 | 18,9 | 13,1 | 0,98 | 22,6 | 15,6 | 1,32 | 30,4 | 21,0 | 1,23 | 28,3 | 19,6 | 4,34 | 69,1 | 1,94 | 30,9 | 6,28 | 100 |
| 1969 | 1,34 | 28,6 | 18,8 | 1,19 | 25,4 | 16,7 | 1,07 | 22,9 | 15,0 | 1,08 | 23,1 | 15,1 | 4,68 | 65,6 | 2,46 | 34,4 | 7,14 | 100 |
| 1970 | 1,73 | 34,7 | 23,2 | 1,34 | 26,5 | 17,7 | 1,10 | 21,8 | 14,6 | 0,86 | 17,0 | 11,4 | 5,05 | 66,8 | 2,51 | 33,2 | 7,56 | 100 |
| Insg. | 10,92 | 28,1 | 19,2 | 9,49 | 24,5 | 16,6 | 9,87 | 25,4 | 17,3 | 8,56 | 22,1 | 15,0 | 38,80 | 68,0 | 18,23 | 32,0 | 57,03 | 100 |

[1] Unterschiede durch Auf- und Abrunden möglich

Quelle: s. Tabelle XXII

Tabelle XV – Der Bruttoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in den Vereinigten Staaten von Amerika nach Emittentengruppen 1960–1970 (in Mrd. $)

| Jahr | Anleiheemissionen | | | | | | | | | | | | | | | Aktien-emissionen | | Total | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Finanzsektor 1 | | | Regierungssektor 2 | | | öffentl. Unternehmungen 3 | | | priv. Unternehmungen 4 | | | Ausland 5 | | | Insgesamt 6 | | | | Total 8 | |
| | Mrd. $ | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. |
| 1960 | 2,02 | 9,6 | 8,7 | 8,69 | 41,3 | 37,6 | 3,77 | 17,9 | 16,1 | 5,91 | 28,1 | 25,6 | 0,66 | 3,1 | 2,9 | 21,05 | 91,0 | 2,07 | 9,0 | 23,12 | 100 |
| 1961 | 1,57 | 5,8 | 5,1 | 13,67 | 50,3 | 44,2 | 3,86 | 14,2 | 12,5 | 7,49 | 27,6 | 24,2 | 0,59 | 2,2 | 1,9 | 27,18 | 87,9 | 3,74 | 12,1 | 30,92 | 100 |
| 1962 | 1,43 | 6,0 | 5,6 | 10,19 | 42,9 | 40,0 | 3,87 | 16,3 | 15,2 | 7,00 | 29,6 | 27,6 | 1,24 | 5,2 | 4,9 | 23,76 | 93,2 | 1,74 | 6,8 | 25,50 | 100 |
| 1963 | 2,82 | 9,7 | 9,3 | 11,99 | 41,4 | 39,5 | 5,35 | 18,5 | 17,6 | 7,34 | 25,3 | 24,2 | 1,49 | 5,1 | 4,9 | 28,99 | 95,5 | 1,37 | 4,5 | 30,36 | 100 |
| 1964 | 3,39 | 11,6 | 10,5 | 13,01 | 44,4 | 40,2 | 4,79 | 16,3 | 14,8 | 7,62 | 24,0 | 21,7 | 1,09 | 3,7 | 3,4 | 29,90 | 90,5 | 3,09 | 9,5 | 32,39 | 100 |
| 1965 | 3,76 | 11,4 | 10,6 | 12,49 | 37,7 | 35,1 | 6,25 | 18,9 | 17,7 | 8,94 | 27,0 | 25,3 | 1,68 | 5,1 | 4,8 | 33,12 | 93,6 | 2,27 | 6,4 | 35,39 | 100 |
| 1966 | 1,75 | 4,7 | 4,4 | 10,51 | 28,1 | 26,3 | 10,76 | 28,7 | 26,9 | 13,03 | 34,8 | 32,6 | 1,38 | 3,7 | 3,5 | 37,43 | 93,7 | 2,51 | 6,3 | 39,94 | 100 |
| 1967 | 2,25 | 3,7 | 3,5 | 23,73 | 39,2 | 37,4 | 13,19 | 21,8 | 20,8 | 19,26 | 31,8 | 30,4 | 2,11 | 3,5 | 3,3 | 60,54 | 95,5 | 2,85 | 4,5 | 63,39 | 100 |
| 1968 | 2,16 | 3,9 | 3,6 | 22,92 | 41,8 | 38,6 | 11,17 | 24,0 | 22,2 | 14,49 | 26,4 | 24,4 | 2,09 | 3,8 | 3,5 | 54,83 | 92,3 | 4,58 | 7,7 | 59,41 | 100 |
| 1969 | 2,74 | 5,7 | 5,8 | 7,93 | 20,2 | 16,6 | 12,17 | 31,0 | 25,5 | 14,76 | 37,6 | 31,0 | 1,69 | 4,3 | 3,5 | 39,29 | 82,4 | 8,39 | 17,6 | 47,68 | 100 |
| 1970 | 3,86 | 5,2 | 4,7 | 20,60 | 27,9 | 24,9 | 22,24 | 30,1 | 26,9 | 25,74 | 34,9 | 31,2 | 1,45 | 2,0 | 1,8 | 73,89 | 89,3 | 8,68 | 10,5 | 82,57 | 100 |
| | 27,75 | 6,5 | 5,9 | 155,73 | 36,3 | 33,1 | 99,42 | 23,2 | 21,1 | 131,01 | 30,5 | 27,8 | 15,47 | 3,6 | 3,3 | 489,38 | 91,2 | 41,29 | 8,8 | 470,67 | 100 |

Quelle: s. Tabelle XXV

Tabelle XVI – Der Bruttoabsatz von Anleihen[a] in- und ausländischer Emittenten und Aktienemissionen inländischer Emittenten in der BRD 1955–1970 (in Mrd. DM)[b]

| | Bruttoabsatz von Anleihen in- und ausländischer Emittenten | | | | | | | | | | | | | | | Aktienemissionen inl. Emittenten | | Insgesamt[g] | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Bankensektor[c] | | | öffentliche Hand[d] | | | Unternehmen[e] | | | Ausland[f] | | | Insgesamt[g] | | | | | | |
| | 1 | | | 2 | | | 3 | | | 4 | | | 5 | | | 6 | | 7 | |
| | Mrd. DM | v.H. | | Mrd. DM | v.H. | | Mrd. DM | v.H. | | Mrd. DM | v.H. | | Mrd. DM | v.H. | | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. |
| | | v.Sp. 5 | v.Sp. 7 | | v.Sp. 5 | v.Sp. 7 | | v.Sp. 5 | v.Sp. 7 | | v.Sp. 5 | v.Sp. 7 | | v.Sp. 5 | v.Sp. 7 | | v.Sp. 7 | | |
| 1955 | 2,92 | 79,3 | 54,2 | 0,33 | 9,0 | 6,1 | 0,43 | 11,7 | 8,0 | – | – | – | 3,68 | 100 | 68,3 | 1,71 | 31,7 | 5,39 | 100 |
| 1956 | 1,67 | 65,2 | 37,0 | 0,33 | 12,9 | 7,3 | 0,56 | 21,9 | 12,4 | – | – | – | 2,56 | 100 | 56,8 | 1,95 | 43,2 | 4,51 | 100 |
| 1957 | 2,53 | 60,7 | 43,4 | 0,70 | 16,7 | 11,9 | 0,93 | 22,1 | 15,8 | 0,02 | 0,5 | 0,3 | 4,20 | 100 | 71,4 | 1,68 | 28,6 | 5,88 | 100 |
| 1958 | 4,48 | 55,1 | 48,0 | 1,90 | 23,4 | 20,3 | 1,65 | 20,3 | 17,7 | 0,09 | 1,1 | 1,0 | 8,13 | 100 | 87,0 | 1,21 | 13,0 | 9,34 | 100 |
| 1959 | 6,74 | 67,1 | 56,7 | 2,04 | 20,3 | 17,2 | 0,92 | 9,2 | 7,7 | 0,34 | 3,4 | 2,9 | 10,04 | 100 | 84,4 | 1,85 | 15,6 | 11,89 | 100 |
| 1960 | 7,97 | 73,8 | 48,7 | 1,33 | 24,8 | 16,3 | 0,03 | 0,6 | 0,4 | 0,04 | 0,7 | 0,5 | 5,37 | 100 | 65,8 | 2,79 | 34,2 | 8,16 | 100 |
| 1961 | 7,30 | 75,9 | 56,5 | 1,99 | 20,7 | 15,4 | 0,32 | 3,3 | 2,5 | 0,01 | 0,1 | 0,1 | 9,62 | 100 | 74,5 | 3,30 | 25,5 | 12,92 | 100 |
| 1962 | 7,99 | 66,9 | 56,5 | 2,78 | 23,3 | 19,7 | 1,08 | 9,0 | 7,8 | 0,10 | 0,8 | 0,7 | 11,95 | 100 | 84,5 | 2,20 | 15,5 | 14,15 | 100 |
| 1963 | 10,70 | 62,1 | 57,5 | 4,58 | 27,6 | 25,6 | 1,55 | 9,3 | 8,7 | 0,16 | 1,0 | 0,9 | 16,59 | 100 | 92,6 | 1,32 | 7,4 | 17,91 | 100 |
| 1964 | 11,80 | 66,3 | 58,9 | 4,14 | 23,2 | 20,7 | 0,97 | 5,4 | 4,8 | 0,90 | 5,1 | 4,5 | 17,81 | 100 | 88,8 | 2,24 | 11,2 | 20,05 | 100 |
| 1965 | 10,66 | 65,7 | 52,8 | 3,59 | 22,1 | 17,8 | 0,59 | 3,6 | 2,9 | 1,39 | 8,6 | 6,9 | 16,22 | 100 | 80,4 | 3,96 | 19,6 | 20,18 | 100 |
| 1966 | 7,56 | 70,1 | 56,0 | 1,60 | 14,9 | 11,9 | 1,23 | 11,4 | 9,1 | 1,38 | 12,8 | 10,2 | 10,78 | 100 | 79,9 | 2,71 | 20,1 | 13,49 | 100 |
| 1967 | 12,32 | 59,5 | 54,4 | 6,41 | 30,9 | 28,3 | 1,12 | 5,4 | 5,0 | 0,87 | 4,2 | 3,8 | 20,72 | 100 | 91,6 | 1,91 | 8,4 | 22,63 | 100 |
| 1968 | 17,35 | 62,5 | 56,1 | 4,94 | 17,8 | 16,0 | 0,80 | 2,9 | 2,6 | 5,16 | 18,6 | 16,7 | 27,76 | 100 | 89,8 | 3,15 | 10,2 | 30,91 | 100 |
| Korrek-turposten[h] | (0,36) | | | | | | | | | | | | (0,36) | | | | | (0,36) | |
| 1969 | 15,45 | 61,6 | 55,4 | 2,99 | 11,9 | 10,7 | 0,46 | 1,8 | 1,7 | 6,18 | 24,6 | 22,2 | 25,08 | 100 | 90,0 | 2,80 | 10,0 | 27,88 | 100 |
| 1969, | (16,64) | 63,3 | 57,2 | (2,99) | 11,4 | 10,3 | (0,46) | 1,8 | 1,6 | (6,18) | 23,5 | 21,3 | (26,27) | 100 | 90,4 | (2,80) | 9,6 | (29,07) | 100 |
| 1970 | 15,81 | 67,9 | 58,8 | 4,35 | 18,7 | 16,2 | 0,66 | 2,8 | 2,5 | 2,47 | 10,6 | 9,2 | 23,29 | 100 | 86,6 | 3,59 | 13,4 | 26,88 | 100 |
| 1970 | (17,99) | 70,6 | 61,9 | (4,35) | 17,1 | 15,0 | (0,66) | 2,6 | 2,3 | (2,47) | 9,7 | 8,5 | (25,47) | 100 | 87,6 | (3,59) | 12,4 | (29,06) | 100 |
| Insges. | 139,23 | 65,0 | 53,1 | 44,00 | 20,5 | 17,4 | 11,80 | 5,5 | 4,7 | 32,11 | 15,0 | 12,6 | 214,16 | 100 | 84,8 | 38,37 | 15,2 | 252,53 | 100 |

[a] Nominalwert – [b] Kurswert – [c] Die Anleihen des Bankensektors umfassen: Pfandbriefe, Kommunalobligationen, Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten und sonstige Bankschuldverschreibungen – einschl. Bundesbahn und Bundespost – [d] Industrieobligationen – [e] Von deutschen konsortialbanken übernommene Anleihebeträge (bis einschl. 1967 wurden Anleihen, die unter deutscher Konsortialführung begeben wurden, mit dem Gesamtbetrag statistisch erfaßt) – [f] Abweichungen der Summen durch Runden der Zahlen – [g] Im wesentlichen durch die Umstellung der Emissionsstatistik an die Umstellung der Bankenstatistik bedingte Korrekturposten, die sich zeitlich nicht eindeutig zuordnen lassen –
[h] Ab 1969 werden in der Wertpapierstatistik die Zahlen ohne Bank-Namensschuldverschreibungen erfaßt. Die zweite Zahl des Jahres gibt den Bruttoabsatz einschl. Bank-Namensschuldverschreibungen an. Die Additionen der Spalten beziehen sich auf die Angaben ausschließlich Bank-Namensschuldverschreibungen.

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Januar 1966, 18. Jg. Nr. 1, S. 100; August 1966, 18. Jg. Nr. 8, S. 97; Sept. 1966, 18. Jg. Nr. 9, S. 77 ff.; Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Februar 1971, Nr. 2.

Tabelle XVII - Der Nettoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in der Schweiz nach Emittentengruppen 1956-1970 (in Mrd. Frc.)

| Jahr | Anleiheemissionen (in- u. ausländische) | | | | | | | | | | | | | | | Aktien-emissionen | | Insgesamt | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 Bankensektor | | | 2 öffentl. Sektor | | | 3 öffentl.u. priv. Unternehmungen | | | 4 Ausland | | | 5 Insgesamt | | | 6 | | 7 | |
| | Mrd. Frc. | v.H. (5) | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. (5) | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. (5) | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. (5) | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. (7) | Mrd. Frc. | v.H. |
| 1956 | 0,77 | 26,5 | 16,6 | 0,03 | 2,9 | 1,8 | 0,44 | 43,1 | 27,6 | 0,38 | 27,5 | 17,2 | 1,02 | 100 | 62,6 | 0,61 | 37,4 | 1,63 | 100 |
| 1957 | 0,81 | 63,4 | 45,4 | 0,00 | 0 | 0 | 0,46 | 35,1 | 25,1 | 0,00 | 0 | 0 | 1,31 | 100 | 71,6 | 0,52 | 28,4 | 1,83 | 100 |
| 1958 | 0,17 | 25,0 | 13,6 | -0,34 | -50,0 | -27,2 | 0,71 | 104,4 | 56,8 | 0,14 | 20,6 | 11,2 | 0,68 | 100 | 54,4 | 0,57 | 45,6 | 1,25 | 100 |
| 1959 | 0,30 | 22,9 | 12,8 | 0,00 | 0 | 0 | 0,53 | 40,5 | 22,6 | 0,48 | 36,3 | 20,4 | 1,31 | 100 | 55,7 | 1,04 | 44,3 | 2,35 | 100 |
| 1960 | 0,29 | 21,6 | 12,8 | -0,13 | -9,7 | -5,8 | 0,60 | 44,8 | 26,6 | 0,59 | 44,0 | 26,1 | 1,34 | 100 | 59,3 | 0,92 | 40,7 | 2,26 | 100 |
| 1961 | 0,34 | 23,6 | 16,1 | 0,00 | 0 | 0 | 0,61 | 28,9 | 18,2 | 0,96 | 43,5 | 28,7 | 2,11 | 100 | 63,6 | 1,24 | 37,4 | 3,35 | 100 |
| 1962 | 0,32 | 30,6 | 14,8 | -0,05 | -2,9 | -1,4 | 0,58 | 34,1 | 16,5 | 0,66 | 38,8 | 18,8 | 1,70 | 100 | 48,3 | 1,82 | 51,7 | 3,5 | 100 |
| 1963 | 1,39 | 51,1 | 32,6 | -0,07 | -2,6 | -1,6 | 0,77 | 28,3 | 18,0 | 0,63 | 23,2 | 14,8 | 2,72 | 100 | 63,8 | 1,55 | 36,2 | 4,2 | 100 |
| 1964 | 1,20 | 40,4 | 26,6 | 0,50 | 16,8 | 11,1 | 0,88 | 29,6 | 19,5 | 0,40 | 13,5 | 8,9 | 2,97 | 100 | 65,7 | 1,55 | 34,3 | 4,5 | 100 |
| 1965 | 0,84 | 31,2 | 19,3 | 0,54 | 20,1 | 12,6 | 0,93 | 34,6 | 21,6 | 0,38 | 14,1 | 8,8 | 2,69 | 100 | 62,6 | 1,61 | 37,4 | 4,3 | 100 |
| 1966 | 0,79 | 27,3 | 18,9 | 0,90 | 31,1 | 21,6 | 0,76 | 26,3 | 18,2 | 0,43 | 14,9 | 10,3 | 2,89 | 100 | 69,1 | 1,29 | 30,9 | 4,18 | 100 |
| 1967 | 0,70 | 22,2 | 15,6 | 0,95 | 30,2 | 21,1 | 0,86 | 27,3 | 19,1 | 0,63 | 20,0 | 14,0 | 3,15 | 100 | 70,4 | 1,35 | 29,6 | 4,5 | 100 |
| 1968 | 0,79 | 22,3 | 14,4 | 0,77 | 21,6 | 14,1 | 1,19 | 33,6 | 21,7 | 0,80 | 22,6 | 14,6 | 3,54 | 100 | 64,9 | 1,94 | 35,1 | 5,48 | 100 |
| 1969 | 0,99 | 32,1 | 17,9 | 0,69 | 20,5 | 11,4 | 0,91 | 29,6 | 16,4 | 0,55 | 17,9 | 9,9 | 3,08 | 100 | 55,6 | 2,46 | 44,4 | 5,54 | 100 |
| 1970 | 1,60 | 42,7 | 25,6 | 0,89 | 23,7 | 14,2 | 0,82 | 21,9 | 13,1 | 0,45 | 12,0 | 7,2 | 3,75 | 100 | 59,9 | 2,51 | 40,1 | 6,26 | 100 |
| Insg. | 11,22 | 32,8 | 20,3 | 4,62 | 13,5 | 8,4 | 11,05 | 32,3 | 20,0 | 7,34 | 21,5 | 13,3 | 34,20 | 100 | 62,0 | 20,97 | 38,0 | 55,17 | 100 |

Quelle: s. Tabelle XXII

Tabelle XVIII - Der Nettoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in den Vereinigten Staaten von Amerika nach Emittentengruppen 1960-1970 (in Mrd. $)

| Jahr | Anleiheemissionen | | | | | | | | | | | | | | | Aktien-emissionen | | Total | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 Bundessektor | | | 2 Regierungs-sektor | | | 3 öffentl. Unternehmungen | | | 4 priv. Unternehmungen | | | 5 Ausland | | | 6 Insgesamt | | 7 | 8 |
| | Mrd. $ | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (6) | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (8) | Mrd. $ | v.H. (9) |
| 1960 | 1,54 | 12,2 | 10,4 | 7,08 | 55,9 | 48,0 | -0,04 | -0,4 | -0,3 | 3,46 | 27,3 | 23,5 | 0,63 | 5,0 | 4,3 | 12,67 | 86,0 | 2,07 | 14,0 | 14,74 |
| 1961 | 0,53 | 1,97 | 1,7 | 20,52 | 76,1 | 66,9 | 0,69 | 2,6 | 2,2 | 4,64 | 17,2 | 15,1 | 0,57 | 2,1 | 1,9 | 26,95 | 87,8 | 3,74 | 12,2 | 30,69 |
| 1962 | 0,32 | | | -10,20 | | | 1,84 | | | 4,53 | | | 1,11 | | | -2,38 | | 1,74 | | 0,64 |
| 1963 | 1,66 | 6,5 | 6,2 | 16,92 | 66,0 | 62,7 | 1,77 | 6,9 | 6,6 | 3,91 | 15,3 | 14,5 | 1,36 | 5,3 | 5,0 | 25,62 | 94,9 | 1,37 | 5,1 | 26,99 |
| 1964 | 2,65 | 10,6 | 9,4 | 16,04 | 64,2 | 57,1 | 1,46 | 5,8 | 5,1 | 3,99 | 16,0 | 14,2 | 0,88 | 3,5 | 3,1 | 25,00 | 89,0 | 3,09 | 11,0 | 28,09 |
| 1965 | 2,71 | 16,5 | 14,5 | 4,20 | 25,6 | 22,5 | 2,47 | 15,1 | 13,2 | 5,39 | 32,9 | 28,9 | 1,62 | 9,9 | 8,7 | 16,39 | 87,8 | 2,27 | 12,2 | 18,66 |
| 1966 | 0,86 | 5,2 | 4,5 | -1,85 | 11,1 | -9,7 | 6,32 | 38,0 | 33,0 | 10,22 | 61,5 | 53,4 | 1,07 | 6,4 | 5,6 | 16,62 | 86,4 | 2,51 | 13,1 | 19,13 |
| 1967 | 1,30 | 3,6 | 3,3 | 15,76 | 43,6 | 40,4 | 2,44 | 6,8 | 6,3 | 14,66 | 40,5 | 37,6 | 2,66 | 5,3 | 5,1 | 36,16 | 92,7 | 2,87 | 7,3 | 39,01 |
| 1968 | 1,07 | 2,8 | 2,5 | 14,97 | 39,7 | 33,4 | 6,91 | 18,3 | 16,3 | 12,89 | 34,2 | 30,5 | 1,87 | 4,6 | 4,4 | 37,71 | 89,2 | 4,58 | 10,8 | 42,29 |
| 1969 | 1,49 | 6,6 | 4,8 | 0,86 | 3,8 | 2,8 | 6,78 | 30,2 | 22,0 | 12,07 | 53,7 | 39,1 | 1,26 | 5,6 | 4,1 | 22,46 | 72,8 | 8,39 | 27,2 | 30,85 |
| 1970 | 2,56 | 5,3 | 4,3 | 15,42 | 31,8 | 27,0 | 8,99 | 18,5 | 15,7 | 20,26 | 41,8 | 35,4 | 1,27 | 2,6 | 2,2 | 48,50 | 84,8 | 8,62 | 15,2 | 57,12 |
| | 16,69 | 6,3 | 5,4 | 99,73 | 37,5 | 32,5 | 39,61 | 14,9 | 12,9 | 96,04 | 36,2 | 31,3 | 13,04 | 5,1 | 4,4 | 265,70 | 86,6 | 41,29 | 13,4 | 306,99 |

Quelle: s. Tabelle XXV

Tabelle XIX – Der Nettoabsatz von Anleihen[a] in- und ausländischer Emittenten und Aktienemissionen [b] inländischer Emittenten in der BRD 1955-1970 ( in Mrd. DM )[1]

| Jahr | Nettoabsatz von Anleihen in- und ausländischer Emittenten | | | | | | | | | | | | | | Aktienemissionen inl. Emittenten | | Insgesamt[g] | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Bankensektor[c] | | | öffentliche Hand[d] | | | Unternehmen[e] | | | Ausland[f] | | | Insgesamt[g] | | | | | |
| | 1 | | | 2 | | | 3 | | | 4 | | | 5 | | | 6 | | 7 |
| | Mrd. DM | v.H. | | Mrd. DM | v.H. | | Mrd. DM | v.H. | | Mrd. DM | v.H. | | Mrd. DM | | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. |
| | | v.Sp. 5 | v.Sp. 7 | | v.Sp. 5 | v.Sp. 7 | | v.Sp. 5 | v.Sp. 7 | | v.Sp. 5 | v.Sp. 7 | | | v.Sp. 7 | | | | |
| 1955 | 2,91 | 80,6 | 34,7 | 0,30 | 8,3 | 5,6 | 0,40 | 11,1 | 7,5 | - | - | - | 3,61 | 100 | 67,9 | 1,71 | 32,1 | 5,32 | 100 |
| 1956 | 1,38 | 73,3 | 38,5 | 0,03 | 1,4 | 0,7 | 0,53 | 24,7 | 12,9 | - | - | - | 2,25 | 100 | 52,4 | 1,95 | 47,6 | 4,10 | 100 |
| 1957 | 2,44 | 70,3 | 47,5 | 0,11 | 3,2 | 2,1 | 0,88 | 25,4 | 17,1 | 0,02 | 0,6 | 0,4 | 3,46 | 100 | 67,3 | 1,68 | 32,7 | 5,15 | 100 |
| 1958 | 4,22 | 56,2 | 48,4 | 1,64 | 21,8 | 18,8 | 1,55 | 20,6 | 17,8 | 0,09 | 1,2 | 1,0 | 7,51 | 100 | 86,1 | 1,21 | 13,9 | 8,72 | 100 |
| 1959 | 6,18 | 72,1 | 59,3 | 1,43 | 16,7 | 13,7 | 0,61 | 7,1 | 5,9 | 0,34 | 4,0 | 3,3 | 8,57 | 100 | 82,2 | 1,85 | 17,8 | 10,42 | 100 |
| 1960 | 3,54 | 80,8 | 49,4 | 1,18 | 26,9 | 16,5 | -0,38 | -8,7 | -5,3 | 0,04 | 0,9 | 0,6 | 4,38 | 100 | 61,1 | 2,79 | 38,9 | 7,17 | 100 |
| 1961 | 5,98 | 74,8 | 53,0 | 1,90 | 23,8 | 16,8 | 0,10 | 1,3 | 0,9 | 0,01 | 0,1 | 0,1 | 7,99 | 100 | 70,8 | 3,30 | 29,2 | 11,29 | 100 |
| 1962 | 6,59 | 68,4 | 55,7 | 2,35 | 24,4 | 19,9 | 0,59 | 6,1 | 5,0 | 0,10 | 1,0 | 0,9 | 9,63 | 100 | 81,4 | 2,20 | 18,6 | 11,83 | 100 |
| 1963 | 8,46 | 69,5 | 62,7 | 3,27 | 26,8 | 24,2 | 0,34 | 2,8 | 2,5 | 0,11 | 1,0 | 0,8 | 12,18 | 100 | 90,2 | 1,32 | 9,8 | 13,50 | 100 |
| 1964 | 9,91 | 68,8 | 59,6 | 3,27 | 22,7 | 19,7 | 0,33 | 2,3 | 2,0 | 0,89 | 6,2 | 5,3 | 14,40 | 100 | 86,5 | 2,24 | 13,5 | 16,64 | 100 |
| 1965 | 9,00 | 65,5 | 50,8 | 3,11 | 22,6 | 17,6 | 0,36 | 2,6 | 2,0 | 1,28 | 9,3 | 7,2 | 13,75 | 100 | 77,6 | 3,96 | 22,4 | 17,71 | 100 |
| 1966 | 5,10 | 73,0 | 53,6 | 0,42 | 6,2 | 4,4 | 0,00 | 0,0 | 0,0 | 1,28 | 18,8 | 13,5 | 6,80 | 100 | 71,5 | 2,71 | 28,5 | 9,51 | 100 |
| 1967 | 9,34 | 58,2 | 52,0 | 5,09 | 31,7 | 28,3 | 0,89 | 5,5 | 5,0 | 0,73 | 4,5 | 4,1 | 16,05 | 100 | 89,4 | 1,91 | 10,6 | 17,96 | 100 |
| 1968 | 14,17 | 60,2 | 53,1 | 3,70 | 15,7 | 13,9 | -0,07 | -0,3 | -0,3 | 5,72 | 24,3 | 21,5 | 23,52 | 100 | 88,2 | 3,15 | 11,8 | 26,67 | 100 |
| Korrek-turposten[h] | (0,26) | | | | | | | | | | | | (0,26) | | | | | (0,26) | |
| 1969 | 13,03 | 65,5 | 57,5 | 0,61 | 3,1 | 2,7 | -0,16 | -0,8 | -0,7 | 6,40 | 32,2 | 28,2 | 19,88 | 100 | 97,7 | 2,80 | 12,3 | 22,68 | 100 |
| 1970 | 12,79 | 72,8 | 60,4 | 2,07 | 11,8 | 9,8 | 0,22 | 1,3 | 1,0 | 2,49 | 14,2 | 11,8 | 17,57 | 100 | 83,0 | 3,59 | 17,0 | 21,14 | 100 |
| Insges.[i] | 135,48 | 67,3 | 55,0 | 30,48 | 17,8 | 14,5 | 6,19 | 3,6 | 2,9 | 19,30 | 11,4 | 9,3 | 171,69 | 100 | 81,7 | 38,37 | 18,3 | 210,06 | 100 |

[a] Nominalwert – [b] Kurswert – [c] Die Anleihen des Bankensektors umfassen: Pfandbriefe, Kommunalobligationen, Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten und sonstige Bankschuldverschreibungen – [d] einschließlich Bundesbahn und Bundespost – [e] Industrieobligationen – [f] Bis 1961 Nettoabsatz der von deutschen Konsortialbanken übernommenen Anleihebeträge, ab 1962 Nettoabsatz von DM-Auslandsanleihen, die unter deutscher Konsortialführung begeben werden – [g] Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen – [h] im wesentlichen durch die Anpassung der Emissionsstatistik an die Bankenstatistik bedingte Korrekturposten, die sich zeitlich nicht eindeutig zuordnen lassen – [i] Ab 1969 ohne Bank-Kommunalschuldverschreibungen

[1] Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Januar 1966, 18. Jg. Nr. 1, S. 100; August 1966, 18. Jg. Nr. 8, S. 97; Sept. 1966, 18. Jg. Nr. 9, S. 77 ff.; Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Februar 1971, Nr. 2.

Tabelle XX – Der Nettoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in der BRD 1955-1970 (in Mrd. DM)

| Jahr | Nettoabsatz von Anleihen in- u. ausl. Emittenten | | Aktienemissionen inl. Emittenten | | Insgesamt | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. | Mrd. DM | v.H. |
| 1955 | 3,61 | 67,9 | 1,71 | 32,1 | 5,32 | 100 |
| 1956 | 2,15 | 52,4 | 1,95 | 47,6 | 4,10 | 100 |
| 1957 | 3,46 | 67,3 | 1,68 | 32,7 | 5,15 | 100 |
| 1958 | 7,51 | 86,1 | 1,21 | 13,9 | 8,72 | 100 |
| 1959 | 8,57 | 82,2 | 1,85 | 17,8 | 10,42 | 100 |
| 1960 | 4,38 | 61,1 | 2,79 | 38,9 | 7,17 | 100 |
| 1961 | 7,99 | 70,8 | 3,30 | 29,2 | 11,29 | 100 |
| 1962 | 9,63 | 81,4 | 2,20 | 18,6 | 11,83 | 100 |
| 1963 | 12,18 | 90,2 | 1,32 | 9,8 | 13,50 | 100 |
| 1964 | 12,40 | 86,5 | 2,24 | 13,5 | 16,64 | 100 |
| 1965 | 13,75 | 77,6 | 3,96 | 22,4 | 17,71 | 100 |
| 1966 | 6,80 | 71,5 | 2,71 | 28,5 | 9,51 | 100 |
| 1967 | 16,05 | 89,4 | 1,91 | 10,6 | 17,96 | 100 |
| 1968 | 23,52 | 88,2 | 3,15 | 11,8 | 26,67 | 100 |
| 1969 | 19,88 | 87,7 | 2,80 | 12,3 | 22,68 | 100 |
| 1970 | 17,55 | 83,0 | 3,59 | 17,0 | 21,14 | 100 |
| | 171,69 | 81,7 | 38,37 | 18,3 | 210,06 | 100 |

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Jan. 1966, Nr.1 , S. 100; August 1966, Nr. 8, S. 97; Sept. 1966, Nr. 9, S. 77 ff.; Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Febr. 1971, Nr. 2.

Tabelle XXI - Der Nettoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in den Vereinigten Staaten von Amerika 1960-1970 (in Mrd. $)

| Jahr | Nettoabsatz von Anleihen | | Aktienemissionen | | Insgesamt | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mrd. $ | v.H. | Mrd.$ | v.H. | Mrd. $ | v.H. |
| 1960 | 12,67 | 86,0 | 2,07 | 14,0 | 14,74 | 100 |
| 1961 | 29,96 | 88,9 | 3,74 | 11,1 | 33,70 | 100 |
| 1962 | -2,38 | | 1,74 | | -0,64 | 100 |
| 1963 | 25,63 | 94,9 | 1,37 | 5,1 | 27,00 | 100 |
| 1964 | 25,00 | 89,0 | 3,09 | 11,0 | 28,09 | 100 |
| 1965 | 16,38 | 87,8 | 2,27 | 12,2 | 18,65 | 100 |
| 1966 | 16,63 | 86,9 | 2,51 | 13,1 | 19,14 | 100 |
| 1967 | 36,16 | 92,7 | 2,85 | 7,3 | 39,01 | 100 |
| 1968 | 37,71 | 89,2 | 4,58 | 10,8 | 42,29 | 100 |
| 1969 | 22,46 | 72,8 | 8,39 | 27,2 | 30,85 | 100 |
| 1970 | 48,51 | 84,8 | 8,68 | 15,2 | 57,19 | 100 |
| | 268,73 | 86,7 | 41,29 | 13,3 | 310,02 | 100 |

Quelle: siehe Tabelle XXV

Tabelle XXII - Der Nettoabsatz von Anleihen und Aktienemissionen in der Schweiz 1956-1970 (in Mrd. Frc.)

| Jahr | Nettoabsatz von Anleihen (in- u.ausl.) | | Aktienemissionen (inl. Emittenten) | | Insgesamt | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mrd. Frc. | v.H. | Mrd. Frc. | v.H. | Mrd. Frc. | v.H. |
| 1956 | 1,02 | 62,6 | 0,61 | 37,4 | 1,63 | 100 |
| 1957 | 1,31 | 71,6 | 0,52 | 28,4 | 1,83 | 100 |
| 1958 | 0,68 | 54,4 | 0,57 | 45,6 | 1,25 | 100 |
| 1959 | 1,31 | 55,7 | 1,04 | 44,3 | 2,35 | 100 |
| 1960 | 1,34 | 59,3 | 0,92 | 40,7 | 2,26 | 100 |
| 1961 | 2,11 | 63,0 | 1,24 | 37,0 | 3,35 | 100 |
| 1962 | 1,70 | 48,3 | 1,82 | 51,7 | 3,52 | 100 |
| 1963 | 2,72 | 63,7 | 1,55 | 36,3 | 4,27 | 100 |
| 1964 | 2,97 | 65,7 | 1,55 | 34,3 | 4,52 | 100 |
| 1965 | 2,69 | 62,6 | 1,61 | 37,4 | 4,30 | 100 |
| 1966 | 2,89 | 69,3 | 1,28 | 30,7 | 4,17 | 100 |
| 1967 | 3,15 | 70,0 | 1,35 | 30,0 | 4,50 | 100 |
| 1968 | 3,54 | 64,6 | 1,94 | 35,4 | 5,48 | 100 |
| 1969 | 3,08 | 55,6 | 2,46 | 44,4 | 5,54 | 100 |
| 1970 | 3,75 | 59,9 | 2,51 | 40,1 | 6,26 | 100 |
| Insg. | 34,26 | 62,0 | 20,97 | 38,0 | 55,23 | 100 |

Quelle: OECD Financial Statistics (1970), I, Tab. IC./3
(1971), IV, Tab. IC./3
OECD Financial Statistics, Supplement 4 B (1972), Tab. IC/3

Tabelle XXIII- Die öffentlichen und privaten Anleihe- und Aktienemissionen in der Schweiz 1960-1970 (in Mrd. Frc.)

| | Aktienemissionen | | | | Anleiheemissionen | | | | Insgesamt | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 öffentlich | 2 privat | 3 | 4 | 5 öffentlich | 6 privat | 7 | 8 | 9 öffentlich | 10 privat |
| | Mrd. Frc. | Mrd. Frc. | v.H. (9) | v.H. (10) | Mrd. Frc. | Mrd. Frc. | v.H. (9) | v.H. (10) | Mrd. Frc. | Mrd. Frc. |
| 1960 | 0,19 | 0,73 | 10,8 | 82,0 | 1,57 | 0,16 | 89,2 | 18,0 | 1,76 | 0,89 |
| 1961 | 0,37 | 0,86 | 15,0 | 79,6 | 2,09 | 0,22 | 85,0 | 20,4 | 2,46 | 1,08 |
| 1962 | 0,66 | 1,16 | 24,9 | 87,2 | 1,99 | 0,17 | 75,1 | 12,8 | 2,65 | 1,33 |
| 1963 | 0,52 | 1,03 | 15,3 | 73,6 | 2,88 | 0,37 | 84,7 | 26,4 | 3,40 | 1,40 |
| 1964 | 0,57 | 0,98 | 15,9 | 70,0 | 3,02 | 0,42 | 84,1 | 30,0 | 3,59 | 1,40 |
| 1965 | 0,28 | 1,33 | 8,1 | 87,5 | 3,20 | 0,19 | 91,9 | 12,5 | 3,48 | 1,52 |
| 1966 | 0,26 | 1,02 | 6,8 | 69,4 | 3,57 | 0,45 | 93,2 | 30,6 | 3,83 | 1,47 |
| 1967 | 0,32 | 1,02 | 7,0 | 85,7 | 4,28 | 0,17 | 93,0 | 14,3 | 4,60 | 1,19 |
| 1968 | 0,50 | 1,43 | 10,9 | 87,2 | 4,14 | 0,21 | 89,1 | 12,8 | 4,64 | 1,64 |
| 1969 | 0,82 | 1,64 | 15,7 | 85,9 | 4,41 | 0,27 | 84,3 | 14,1 | 5,23 | 1,91 |
| 1970 | 0,54 | 1,96 | 10,6 | 79,7 | 4,55 | 0,50 | 89,4 | 20,3 | 5,09 | 2,46 |
| Insg. | 5,03 | 11,20 | 12,4 | 78,2 | 35,70 | 3,13 | 87,6 | 21,8 | 40,73 | 14,33 |

Quelle: siehe Tabelle XXII

Tabelle XXIV - Die Aktienemissionen aufgeteilt nach Emittengruppen in der Schweiz 1960-1970 (in Mrd. Frc.)

| Jahr | (1) private u. öffentliche Unternehmungen | | (2) Banken und Versicherungen[x] | | (3) insg. öff. Emissionen | | (4) private Plazierungen |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mrd.Frc. | v.H. | Mrd.Frc. | v.H. | Mrd.Frc. | v.H. | Mrd. Frc. |
| 1960 | 0,16 | 80,0 | 0,04 | 20,0 | 0,20 | 100 | 0,73 |
| 1961 | 0,19 | 50,0 | 0,19 | 50,0 | 0,38 | 100 | 0,86 |
| 1962 | 0,52 | 78,9 | 0,14 | 21,2 | 0,66 | 100 | 1,16 |
| 1963 | 0,35 | 67,3 | 0,17 | 32,7 | 0,52 | 100 | 1,03 |
| 1964 | 0,42 | 73,7 | 0,15 | 26,3 | 0,57 | 100 | 0,98 |
| 1965 | 0,23 | 79,3 | 0,06 | 20,7 | 0,29 | 100 | 1,33 |
| 1966 | 0,19 | 73,1 | 0,07 | 26,9 | 0,26 | 100 | 1,02 |
| 1967 | 0,25 | 78,1 | 0,07 | 21,9 | 0,32 | 100 | 1,02 |
| 1968 | 0,29 | 58,0 | 0,21 | 42,0 | 0,50 | 100 | 1,43 |
| 1969 | 0,48 | 58,5 | 0,34 | 41,5 | 0,82 | 100 | 1,64 |
| 1970 | 0,41 | 75,9 | 0,13 | 24,1 | 0,54 | 100 | 1,96 |
| | 3,49 | 69,0 | 1,57 | 31,0 | 5,06 | 100 | 13,16 |

[x] Financial institutions

Quelle: siehe Tabelle XXII

Tabelle XXV - Die Brutto-Aktienemissionen aufgeteilt nach finanziellem und nicht finanziellem Sektor in den Vereinigten Staaten von Amerika 1960-1970 (in Mrd. $)

| Jahr | Finanzsektor | | nicht-fin.Sektor | | Insgesamt | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mrd.$ | v.H. | Mrd. $ | v.H. | Mrd. $ | v.H. |
| 1960 | 0,50 | 24,2 | 1,57 | 75,8 | 2,07 | 100 |
| 1961 | 0,76 | 20,3 | 2,98 | 79,7 | 3,74 | 100 |
| 1962 | 0,46 | 26,4 | 1,28 | 73,6 | 1,74 | 100 |
| 1963 | 0,31 | 22,6 | 1,06 | 77,4 | 1,37 | 100 |
| 1964 | 0,47 | 15,2 | 2,62 | 84,8 | 3,09 | 100 |
| 1965 | 0,51 | 22,5 | 1,76 | 77,5 | 2,27 | 100 |
| 1966 | 0,19 | 7,6 | 2,32 | 92,4 | 2,51 | 100 |
| 1967 | 0,19 | 6,6 | 2,66 | 93,3 | 2,85 | 100 |
| 1968 | 0,66 | 14,4 | 3,92 | 85,6 | 4,58 | 100 |
| 1969 | 1,67 | 19,9 | 6,72 | 80,1 | 8,39 | 100 |
| 1970 | 1,64 | 18,9 | 7,04 | 81,1 | 8,68 | 100 |
| | 7,36 | 17,8 | 33,93 | 82,2 | 41,29 | 100 |

Quelle: OECD, Financial Statistics, I (1970), United States, Table I C. 3/07, S. 138 f.; Supplement 4 A (1972), S. 56 f.; Federal Reserve Bulletin, März und Mai 1971, A 46.

Tabelle XXVI - Die Bruttoemissionen aufgeteilt nach Emittentengruppen in den Vereinigten Staaten von Amerika 1961-1970 (in Mio.$)

| Jahr | Industrie | | Handel | | Verkehr | | Versorgung | | Kommunikation | | Geldinstitute | | Total | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Aktien | Anleihen | Aktien | Anleihen | Aktien | Anleihen | Aktien | Anleihen | Aktien | Anleihen | Aktien | Anleihen | Aktien | Anleihen |
| 1961 | 741 | 3371 | 389 | 800 | 20 | 692 | 692 | 2347 | 1128 | 692 | 1522 | 753 | 3723 | 9424 |
| 1962 | 404 | 2880 | 274 | 622 | 14 | 573 | 562 | 2279 | 43 | 1264 | 1397 | 457 | 1754 | 9015 |
| 1963 | 313 | 3202 | 150 | 676 | 9 | 948 | 418 | 2259 | 152 | 953 | 2818 | 313 | 1355 | 10856 |
| 1964 | 228 | 2819 | 220 | 902 | 38 | 944 | 620 | 2139 | 1520 | 669 | 3391 | 466 | 3092 | 10864 |
| 1965 | 704 | 4712 | 251 | 1153 | 60 | 953 | 604 | 2332 | 139 | 808 | 3762 | 514 | 2272 | 13720 |
| 1966 | 1208 | 5861 | 257 | 1166 | 116 | 1836 | 549 | 3117 | 189 | 1814 | 1747 | 193 | 2518 | 15561 |
| 1967 | 1164 | 9894 | 117 | 1950 | 466 | 1839 | 718 | 4217 | 193 | 1786 | 2247 | 186 | 2844 | 21953 |
| 1968 | 1311 | 5668 | 116 | 1759 | 1579 | 1663 | 873 | 4407 | 43 | 1724 | 2159 | 662 | 4584 | 17382 |
| 1969 | 1904 | 4448 | 3022 | 1888 | 247 | 1899 | 1326 | 5409 | 225 | 1963 | 2739 | 1671 | 8395 | 18346 |
| 1970 | 1322 | 9192 | 2545 | 1963 | 92 | 2213 | 3001 | 8016 | 83 | 5053 | 3878 | 1636 | 8679 | 30315 |
| Insg. | 9299 | 52047 | 7341 | 12879 | 2641 | 13602 | 9363 | 36522 | 3715 | 16726 | 25660 | 6851 | 39210 | 157486 |
| | 61.346 | | 20.220 | | 16.243 | | 45.885 | | 20.441 | | 32.511 | | | |

Quelle: Federal Reserve Bulletin, Nov. 1969, A 46, March 71, A 46; June 72, A 48.

# L E B E N S L A U F

Am 10. Juli 1946 wurde ich als Sohn des Baustoffkaufmanns August Schimmöller und seiner Ehefrau Elisabeth geb. Obermeyer, in Osnabrück-Haste geboren und römisch katholisch getauft.

In Osnabrück besuchte ich im Anschluß an die Volksschule bis 1962 die Wittekind-Mittelschule. Von 1962 bis 1963 ging ich zur Höheren Handelsschule in Osnabrück. Meine Reifeprüfung legte ich im März 1966 an der Wirtschaftsoberschule, Osnabrück, ab.

Im Sommersemester 1966 nahm ich das Studium der Wirtschaftswissenschaft an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster auf. Im Oktober 1970 erwarb ich an der Universität Münster den akademischen Grad eines Diplom-Kaufmanns.

Vom 1. Jan. 1971 bis zum 31. März 1971 war ich Verwalter einer wissenschaftlichen Assistentenstelle am Institut für Kreditwesen. Da das mit dieser Stelle verbundene Tutorenprogramm im Sommersemester 1971 turnusgemäß von einem anderen Lehrstuhlinhaber betreut wurde, und eine planmäßige Stelle nicht frei war, wurde ich mit Wirkung vom 1. April 1971 in die Stelle einer wissenschaftlichen Hilfskraft eingewiesen, die ich bis zum 31. Juni 1972 inne hatte. Auf Antrag von Prof. Dr. L. Mülhaupt erhielt ich vom 1. Juni 1972 ab ein einjähriges Graduiertenstipendium, das mir die Möglichkeit gab, mich primär der Fertigstellung meiner Dissertation zu widmen.